

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук
Кафедра фінансів

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

На тему: **«ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У ВОЄННИЙ ТА
ПОВОЄННИЙ ПЕРІОД»**

Виконав: студент 2-го року
навчання,
спеціальність 072 «Фінанси,
банківська справа та страхування»

Гречаний Петро Олексійович

Керівник: Лук'яненко І.Г.
д-р економ. наук, професор

Рецензент: _____
(прізвище та ініціали)

Магістерська робота захищена з
оцінкою « _____ »

Секретар ЕК: Донкоглова Н.А.
« ____ » _____ 2024 р.

Київ – 2024

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	8
1.1 Визначення основних термінів	8
1.2 Особливості проведення монетарної політики в Україні	14
1.3 Історичний досвід впливу війни на економіку та монетарну політику ..	21
Висновки до розділу 1	30
РОЗДІЛ 2. СТАН УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ ПІД ЧАС ВІЙНИ	34
2.1 Аналіз стану української економіки до початку повномасштабного вторгнення	34
2.2 Особливості проведення монетарної політики під час війни	45
Висновки до розділу 2	82
РОЗДІЛ 3: ДОСЛІДЖЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ МОНЕТАРНО-ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ ПІД ЧАС ВІЙНИ.	85
3.1 Особливості нової моделі трансмісійного механізму Національного банку України в період війни	85
3.2 Розробка економетричного інструментарію для емпіричного аналізу дії основних каналів трансмісійного механізму в умовах підвищених ризиків	92
3.3 Рекомендації щодо проведення монетарної політики в умовах підвищених ризиків, воєнних дій а післявоєнного відновлення	100
Висновки до розділу 3	103
ВИСНОВКИ	105
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	106
ДОДАТКИ	111

ВСТУП

24 лютого 2022 року розпочалося повномасштабне вторгнення Збройних Сил Російської Федерації на територію суверенної держави України, ціллю якого було знищення та поневолення українського народу. У ході вторгнення, війська РФ займалися нічим іншим, ніж вбивством мирного населення, руйнуванням інфраструктури, загарбництвом, мародерством та знищенням українських культурних, історичних і національних пам'яток.

Та опір, який продемонструвала Україна російській агресії здивував увесь світ. Збройні сили України, відвага цивільного населення та підтримка міжнародних партнерів вже до середини березня 2022 року змогли зупинити наступ РФ та почати витісняти їх із території України. Збройні сили України в цій війні продовжують показувати свою хоробрість, честь, відданість і любов до Батьківщини. Їм громадяни України завдячують своїм життям, досягненнями, мріями та майбутнім, оскільки без них будь-які здобутки та надбання, досягнення та мрії, минуле та майбутнє неможливі.

Проте варто розуміти, що протистояння збройній агресії такого масштабу потребує неабияких зусиль не лише з боку збройних сил, а й з боку економіки, яка, на жаль, зазнала та продовжує зазнавати критичних втрат. З цього випливає крайня необхідність забезпечити стабільну економіку протягом воєнного стану. А вже в цьому контексті не останню роль відіграє Національний банк України, на якого покладена відповідальність забезпечення стабільності саме національної грошової одиниці України, що забезпечується, передусім, за рахунок втілення монетарної політики центрального банку. Відповідно, виникає потреба досліджувати фактори, що роблять монетарну політику ефективною, оскільки ефективна монетарна – це одна з важливих заporук економічної стабільності держави.

Актуальність теми дослідження монетарної політики під час війни є надзвичайно високою. Війна в Україні призвела до руйнування економіки, важко-замінної критичної інфраструктури, до зростання інфляції та до девальвації національної валюти, що поставило під загрозу стабільність країни. У таких умовах монетарна політика має ключову роль, оскільки, за умови вдалого планування та ефективного втілення, монетарні заходи можуть сприяти стабілізації інфляції та мінімізації фінансових втрат, що спричинені воєнними шоками. Попередньо, дана тематика висвітлена в працях таких вітчизняних науковців, як О. Петрика, О. Шарпова, В. Козюка, В. Лепушинського та інших. Водночас, у даній тематиці залишається чимала кількість відкритих питань, які вимагають подальшого ретельного дослідження, наприклад: історичний досвід ведення грошово-кредитної політики під час війни, статистично-порівняльний аналізи макроекономічних показників, дослідження ефективності валютних обмежень, дослідження дієвості монетарно-трансмісійного механізму та інших аспектів воєнної монетарної політики.

Мета і задача дослідження. Головною темою даної наукової роботи є дослідження монетарної політики України протягом періоду з 24 лютого 2022 року по квітень 2024 року. Мета наукової роботи – провести системний аналіз стану монетарної політики під час війни та визначити її пріоритетні цілі задля забезпечення фінансової стабільності держави. Задана мета буде досягата шляхом виконання певних задач дослідження, які включають у себе дослідження зміни монетарної політики упродовж війни; адаптації цілей та функцій Національного банку під час війни; новизни інструментарію Національного банку в запровадженні монетарної політики; оцінці ефективності монетарної політики під час війни; виявленні загроз та викликів, що існують у сучасній політиці регулятора; та окресленню рекомендацій, стосовно майбутнього стану монетарної політики.

Об’єктом дослідження є монетарна політика Національного банку України. **Предметом дослідження** – виклики монетарної політики та її ефективності під час воєнного стану.

Методи дослідження. У дослідженні використані теоретичні методи порівняння та методи аналізу літератури. Порівняльний аналіз в використаний розрізі порівняння історичного досвіду ведення монетарної політики під час війни і порівняння довоєнної та повоєнної монетарної політики. Аналіз економічної та фінансової літератури використаний в межах аналізу сучасних методів ведення грошово-кредитної політики, на основі яких формуються власні висновки. Емпіричні методи включають в себе спостереження та моделювання. Спостереження відбувається у контексті статистичного аналізу основних макроекономічних показників довоєнної та повоєнної економіки. Моделювання проявляється у створенні моделі поточного трансмісійного механізму з використанням економетричного інструментарію.

Інформаційну базу дослідження становили положення законодавчих та нормативно правових актів про Національний банк України та про засади його стратегії ведення грошово-кредитної політики під час війни, статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України і Державної служби статистики України, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених з питань монетарної політики та ресурси мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів. Науковий результат розширює знання про теоретичні та практичні засади монетарної політики у наступних аспектах. Попередні дослідження даної тематики, на кшталт дослідження О. Шарпова, наголошують на важливості пошуку історичного досвіду управління грошово-кредитної політики під час війни. Прикладом, як правило, слугує досвід країн колишньої Югославії, Ізраїлю та країн близького сходу. Дане дослідження розширює це коло досвіду, додаючи до нього досвід ведення монетарної політики

під час двох Світових війн та Наполеонівських війн початку 19-го сторіччя. Окрім цього, поширеним предметом дослідження монетарної політики під час війни стала курсова політика, валютний ринок та комунікаційна політика Національного банку, які ґрунтовно описуються в працях В. Лепушинського, В. Козюка, та О. Петрика. Дане дослідження фокусується на менш розкритому аспекту монетарної політики, а саме, на дослідженні ефективності трансмісійного механізму під час війни, враховуючи його другорядну роль під час режиму фіксованого обмінного курсу та режиму керованої гнучкості. Ґрунтовний статистичний аналіз макроекономічних показників, що проведений у даному науковому дослідженні, доповнює розуміння про поточний стан економіки, валютного ринку та ефективності монетарної політики.

Практичне значення одержаних результатів. Результати, одержані в ході наукового дослідження окреслюють особливості монетарної політики під час кризових війни. Ця інформація у подальшому може бути використана для розробки стратегії економічної та монетарної політики в кризових умовах, а не лише війни. Проведений статистичний аналіз дозволяє порівняти відмінності довоєнного та повоєнного стану економіки, що є вкрай важливим для побудови аргументованої політики підтримки економічної стабільності. Водночас, економетричний аналіз дозволяє оцінити ефективність поточного стану трансмісійного механізму, на основі якого може прийматись рішення стосовно ступеню готовності повернення монетарної політики до традиційного режиму інфляційного таргетування, до якого прагне повернутись Національний банк. У сукупності, результати дослідження дозволяють виділити рекомендації для подальшого розвитку монетарної політики Національного банку.

Структура магістерської роботи. У першому розділі окреслено теоретичні засади монетарної політики, наведені основні визначення, які застосовуються в контексті монетарної політики; розглядається монетарна політика у розрізі

Національного банку України, а також аналізується яку роль відігравала монетарна політика під час двох Світових війн та наполеонівських війн. У другому розділі проведено аналіз економічної ситуації в Україні до початку повномасштабного вторгнення. Разом із тим, проаналізовані виклики монетарної політики під час війни, а також зміни, які в ній відбулись. Крім того, проведено аналіз ефективності монетарної політики під час війни за допомогою оцінки макроекономічних показників та існуючих процесів і тенденцій у фінансовому секторі економіки. У третьому розділі проведено дослідження ефективності монетарно-трансмісійного механізму під час війни. Досліджена ефективність першого етапу трансмісійного механізму – впливу ключової ставки на короткострокові кредити комерційних банків з використанням ARDL-моделі. У ході дослідження також було розроблено економетричний інструментарій для емпіричного дослідження основних каналів трансмісійного механізму. Насамкінець, було виокремлено рекомендації щодо проведення монетарної політики в умовах продовження воєнного стану.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1 Визначення основних термінів

Національний банк України має три основні функції. Вони окреслені у статті 6 Закону про Національний банк України. Перша функція – «забезпечення стабільності грошової одиниці України, виходячи із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі». Друга – «Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності». Третя – «Національний банк сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України» [1].

У трактуваннях Національного банку України, стабільність грошової одиниці та цінова стабільність майже завжди використовуються одночасно та нерозривно. Закон України про НБУ визначає, що «цінова стабільність – це збереження купівельної спроможності національної валюти» [1]. У даній науковій роботі поняття цінова стабільність та стабільність грошової одиниці вважаються синонімічними та взаємозамінними.

У загальному розумінні, цінова стабільність означає такий стан економіки, в якій спостерігаються низькі темпи росту інфляції, однак саме поняття «низький ріст» також має різні трактування. Європейський Центральний Банк визначає, що цінова стабільність – це щорічний приріст гармонізованого індексу споживчих цін (НІСР) на рівні 2% або менше [2]. До визначення цінової стабільності ще інколи додається «відсутність впливу на рішення економічних агентів». Наприклад, американські економісти з Федерального резервного банку Сент-Люїсу Вільям Пул та Дейвід Вілок зазначають, що цінова стабільність — це стан настільки низької та стабільної інфляції, що вона не впливає на фінансові та інвестиційні рішення

домогосподарств та підприємств [3]. При низькій інфляції суб'єкти економіки не витрачають ресурси на хеджування ризиків від інфляційних ефектів.

Національний банк України також дає схоже визначення інфляції – «це ситуація, коли ціни зростають настільки несуттєво, що громадяни не замислюються над інфляцією, ухвалюючи рішення про кредит, вкладання коштів у бізнес або заощадження» та додає, що «за низької та стабільної інфляції доходи та заощадження українців захищені від знецінення, підприємці можуть здійснювати довгострокові інвестиції у вітчизняну економіку, що сприяє створенню робочих місць» [4].

Важливо у даному контексті зазначити, що стабільність цін – це саме низькі темпи приросту інфляції, а не нульові. Якщо поглянути на поточні цільові рівні інфляції провідних центральних банків світу, то у більшості ціль на рівні 2%. Така ціль, станом на 2024 рік виставлена, наприклад, Банком Англії, Федеральною Резервною Системою Сполучених Штатів та Європейським Центральним Банком [5]. Вважається, що якщо центральний банк орієнтуватиметься на нульову інфляцію, то щоб досягти такого її рівня, економіка може потребувати нижчих темпів економічного росту, що може утворити проблеми, пов'язані з дефляцією – станом економіки, коли ціни, навпаки, падають.

Однак не всі центральні банки обирають ціль у 2%. Наприклад, Національний банк України, визначив, що для української економіки, оптимальний річний приріст цін має становити 5% через наступні причини.

По-перше, у минулому, в Україні спостерігалися значні та доволі мінливі темпи інфляції. Дослідження показали, що якщо центральний банк встановлює відносно низьку ціль у період високих фактичних темпів інфляції, то економічні агенти скептично ставляться до виставленої цілі через невпевненість у спроможності регулятора досягти таких цілей. Невпевненість та недовіра до

регулятора підсвідомо спонукатиме підштовхувати до вищих інфляційних очікувань, що безпосередньо впливатиме на фактичні рівні інфляції [6].

По-друге, вища ціль інфляції пов'язана з тим, що українська економіка має розвиватися швидше за розвинені економіки, аби досягти рівня тих макроекономічних показників, які притаманні розвиненим економікам. Дослідження також показали, що більш висока інфляція є більш привабливою, оскільки вона забезпечує конкурентні переваги в зовнішній торгівлі та робить відкриту економіку більш стійкою. Власне тому, економіки, що розвиваються, часто обирають вищі цільові рівні інфляції [6].

Підсумовуючи, цінова стабільність – це такий стан економіки, в якому інфляція на такому рівні, що вона може забезпечити здоровий розвиток економіки й водночас, вона не має суттєвого впливу на рішення економічних агентів.

Друга функція Національного банку – це сприяння фінансовій стабільності, або ж – стабільності банківської системи. Закон України про Національний банк дає таке визначення фінансової стабільності: «фінансова стабільність – стан фінансової системи, в якому вона здатна належним чином забезпечити можливість ефективно виконувати свої ключові функції, такі як фінансове посередництво та забезпечення здійснення платежів, і таким чином сприяти стійкому економічному зростанню, а також протистояти негативному впливу кризових явищ на економіку» [1].

Оскільки фінансова стабільність визначається як стабільність фінансової системи, то доцільно надати також визначення фінансової системи. Українські науковці Чуй І.Р. та Біла О. Г. дають таке визначення фінансової системи: «це сукупність взаємопов'язаних сфер і ланок фінансових відносин, які відображають специфічні форми та методи розподілу й перерозподілу ВВП, мають певні особливості у формуванні та використанні фондів грошових ресурсів, а також відповідний апарат управління та нормативно-правове забезпечення» [7].

У праці Стойко О. Я. та Деми Д. І. фінансова система визначається як «сукупність урегульованих фінансово-правовими нормами різних сфер фінансових відносин і фінансових установ, за допомогою яких формуються, розподіляються і використовуються централізовані й децентралізовані фонди грошових коштів» [8].

Узагальнюючи визначення зазначених вище та інших українських науковців, можна таким чином визначити даний термін: фінансова система – це грошові відносини, які виникають між економічними агентами, а саме, державою, ринками, домогосподарствами та підприємствами в ході господарських операцій. Оскільки цілі та потреби кожного з учасників фінансової системи різні, то в такій системі нерідко можуть виникати кризові явища. Імовірність виникнення таких явищ у фінансовій науці називається «системний ризик».

Зазначимо, що існує доволі значна кількість визначень системного ризику, зокрема у статті Москаленко О. В. та Піскунов Р. О. цей окреслено дескриптивні чинники даного терміну – це дисбаланс нормального функціонування фінансових установ, що виник внаслідок екзогенних чи ендогенних змінних [9]. Як правило, такі порушення в діяльності фінансового сектору призводить до порушення нормального функціонування реального сектору економіки через високий рівень взаємозалежності між двома. Яскравим прикладом такої взаємозалежності є фінансова криза 2008 року. На фоні іпотечної кризи у фінансових установ паралельно виникла криза ліквідності. Згодом, криза ліквідності вплила у банкрутство декількох багатомільярдних фінансових установ, тим самим спричинивши параліч кредитних взаємовідносин між фінансовими та господарськими установами, що спричинило кризу в реальному секторі економіки.

Таким чином, виникає потреба у згладжені негативних ефектів, які виникають внаслідок порушення рівноваги у фінансовій системі, оскільки це несе прямий ризик усій економічній системі. Ця відповідальність покладена на центральний банк, оскільки лише центральний банк має повноту інформації, необхідні знання та

технічні можливості виконувати роль виявлення та запобігання розвитку системного ризику.

В Україні мандат за забезпечення фінансової стабільності було покладено на Національний банк лише у 2015, хоча неофіційно на забезпечення фінансової стабільності також впливають рішення таких інституцій влади як Міністерство фінансів, Комісія з цінних паперів та фондового ринку, Фонд гарантування вкладів, Верховна Рада, Кабінет Міністрів та інших органів влади [10].

Національний банк, у ході забезпечення стабільності фінансової системи, відповідає також і за ефективне виконання наступних завдань:

- Сприяння перетворення заощаджень одних учасників системи у капітал для інвестицій інших;
- Забезпечення ліквідності фінансової системи та її стійкість до кризових явищ;
- Забезпечення безперервності, повноти та точності платежів;
- Оцінку та управління фінансовими ризиками;
- Локалізацію та вирішення окремих внутрішніх та зовнішніх загроз фінансовій системі.

Інструментарій Національного банку для управління фінансовою стабільністю включає в себе наступні:

- Підтримка банків як «кредитор останньої надії»;
- Забезпечення стійкості системно важливих банків;
- Нагляд за діяльністю сектору фінансових установ та їх систем розрахунків;
- Стрес-тестування банків.

Підсумовуючи, слід зазначити, що друга функція Національного банку – сприяння фінансової стійкості – означає, що центральний банк відповідає за

ефективність, безпечність та безперебійність роботи учасників фінансової системи. Кінцева мета фінансової стійкості – сталий розвиток економіки.

Остання функція Національного банку – сприяння економічному зростанню України та підтримка економічної політики уряду. Для виконання даної функції, Національний банк не здійснює окремих кроків; натомість, якісне виконання перших двох функцій впливає на виконання третьої функції.

Під «сталим економічним зростанням» розуміються стабільні та низькі темпи інфляції, стійка фінансова система, довіра до фінансової системи, привабливий інвестиційний клімат країни.

Окрім вищенаведених функцій, НБУ також виконує функцію підтримки економічної політики уряду, що на перший погляд може сприйматись із застереженням. У розвинених економіках вважається, що центральний банк діє незалежно від дій уряду та інших органів влади – принцип технократичності. Однак на НБУ також покладена відповідальність взаємодії з іншими органами влади задля досягнення спільної мети – сталих темпів економічного зростання. Злагоджена комунікація та побудова сумісних стратегій обов'язково має бути присутньою, оскільки їх відсутність можуть призвести до катастрофічних наслідків для економіки, що зокрема, вже раніше відбулось – у 2008 році, коли перед НБУ постало питання профінансувати дефіцит бюджету на 2009 на суму близько 30 млрд. грн за рахунок емісії, чи утримання темпів інфляції на рівні 9.5%, про що йдеться у зверненні Міністра фінансів Пинзеника В. до Прем'єр-міністра України та до Уряду [11].

Підсумовуючи, слід зазначити, що в Національного банку України є основні функції: забезпечення цінової стабільності, сприяння фінансовій стабільності, сприяння сталому економічному зростанню. Задля виконання цих функцій банк здійснює нагляд та регулювання у двох напрямках – монетарній та макропруденційній політиці.

1.2 Особливості проведення монетарної політики в Україні

Забезпечення цінової стабільності та купівельної спроможності національної грошової одиниці – багатокомпонентний процес. Для забезпечення цінової стабільності у ринковій економіці центральний банк має одночасно розуміти усі можливі екзогенні та ендегенні фактори впливу на економіку, вміти правильно аналізувати та прогнозувати ці фактори і використовувати їх як «важелі впливу» на національну економіку задля керування інфляцією. Для розуміння сучасних тенденцій у монетарній політиці Національного банку, варто спершу розглянути традиційні підходи до грошово-кредитної політики центральних банків, які встановлювалися протягом останнього століття.

Традиційний підхід у монетарній політиці базується на двох припущеннях. Перше припущення – центральний банк контролює пропозицію грошей за рахунок ставки обов'язкового резервування вкладень, покладаючись на систему часткового резервування.

Система часткового резервування це фінансова система у якій комерційні банки зобов'язуються утримувати частку клієнтських вкладень як резерви. Рештка вкладень залишається доступною для кредитування. Нова пропозиція грошей створюється за допомогою механізму грошового мультиплікатора. Припускається, що незарезерована частка вкладень, що використовується для кредитування інших клієнтів банку, згодом повертається на рахунки банку у вигляді нового вкладення іншого клієнта. Таким чином з початкової суми вкладення банк може створювати додаткову пропозицію грошей, виходячи за рамки початкового розміру депозиту.

Друге припущення – пропозиція грошей має прямий вплив на інфляцію. Це припущення базується на кількісній теорії грошей. Теорія опирається на тотожності між добутком пропозиції грошей і швидкістю їх обігу в економіці та добутком середньої вартості товарів і послуг та кількості таких товарів та послуг в

економіці. За цією теорією, інфляція виникає тоді, коли пропозиція грошей в економіці росте швидше за пропозицію товарів та послуг.

Розуміючи цей процес, центральний банк встановлює ціль для грошової маси в обігу. Далі, центральний банк, використовуючи наявні у нього інструменти, вираховує реальну пропозицію грошей в економіці. Якщо при порівнянні реальної та цільової грошової маси в економіці виникає різниця, то центральний банк змінює ставку резервування. Цим самим, банк може стимулювати чи стримувати ефект грошового мультиплікатора у комерційних банках і, як наслідок, контролювати інфляцію в економіці. Цей механізм є одним із перших і класичних механізмів монетарної політики і він називається таргетуванням грошової маси – ця монетарна політика набула популярності у сімдесятих роках двадцятого століття, однак зараз вже рідше зустрічається через деякі її істотні обмеження.

Головне обмеження даної монетарної політики полягає в тому, що зв'язок між пропозицією грошей, сукупними доходами в економіці та інфляцією слабший, ніж розраховувався. [12] Через це, досягнення цілі по грошовій масі не завжди дасть бажаного результату по інфляції і таким чином, важко оцінити ефективність монетарної політики центрального банку. Інше обмеження даної політики – недовір'я механізму резервування з точки зору надання нових кредитів. Грошовий мультиплікатор небезпечний тим, що коли усі клієнти банку одночасно забажають вивести свої заощадження з банку, то у банку виникне проблема з ліквідністю, яку вирішує, безпосередньо, центральний банк, надаючи комерційним банкам кредити для підвищення ліквідності, цим самим збільшуючи пропозицію грошей.

Власне, через це, виникла потреба у більш якісному та ефективному регулюванні пропозиції грошей в економіці. Розуміючи, що грошова маса змінюється не залежно від рішень центрального банку, а від рішень позичальників і одержувачів позик. Центральні банки сконцентрувалися на регулюванні грошової маси через регулювання ліквідності, яка безпосередньо впливає на вартість

позикових коштів, що, в свою чергу, впливає на рішення суб'єктів економіки надавати і чи брати кредити. Таким чином банки перейшли від таргетування грошової маси до таргетування процентних ставок.

Як наслідок, виник режим монетарної політики, яким користуються більшість сучасних центральних банків, який має назву – режим інфляційного таргетування. Сутність механізму доволі проста (що є важливим аспектом успішності даного механізму). Інфляційне таргетування включає п'ять основних елементів: 1) публічне визнання центральним банком середньострокової цілі по інфляції, 2) зобов'язання і відповідальність центрального банку за досягнення такої цілі, 3) розроблення стратегії монетарної політики, у якому рішення щодо керування монетарною політикою спираються не лише на показниках грошової маси в обігу. 4) підвищення прозорості монетарної політики, та 5) підвищення відповідальності центрального банку за досягнення середньострокової цілі по інфляції.

Головний інструмент у даній політиці – не ставка резервування, а ключова процентна ставка – ставка, за якою центральний банк надає кредити комерційним банкам. Центральний банк виходить з припущення, що дорогі гроші перешкоджають економічним агентам втілювати нові проекти і отримувати фінансування, що, як наслідок, уповільнює приросту економіки; а дешеві гроші пожвавлюють економічні процеси, що навпаки, впливає на збільшення рівня цін. Дорогі гроші дорівнюють дорогим ставкам по кредитам. Дешеві гроші означають низькі ставки по кредитам. Оскільки комерційні банки створюють пропозицію грошей, а центральні банки відповідають лише за ліквідність пропозиції грошей, то природним шляхом збільшити чи зменшити ліквідність – це зробити позичання комерційними банками грошей у центрального банку дешевшим чи дорожчим, відповідно. Таким чином, комерційний банк, беручи дорогий кредит у центрального банку, буде створювати ще дорожчий кредит для позичальника, аби мати змогу повернути позичені кошти центральному банку та заробити прибуток з операції

кредитування суб'єкта підприємництва. Відповідно, від ставки кредитування буде залежати обсяг кредитування, що врешті-решт впливає на грошову масу в економіці.

Режим фіксації обмінного курсу досить знайомий українській економіці, оскільки до 2016 року використовувався саме цей режим. Сутність режиму – підтримка стабільного рівня обмінного курсу національної валюти. Як правило, такий режим встановлюється в малорозвинених слабких економіках та під час кризових явищ. Цей режим забезпечує нижчі темпи інфляції та стабільність експортно-імпортової діяльності. До переваг режиму – швидкість стабілізації інфляції, простота у застосуванні, простота у розумінні. Недоліки режиму – втрата незалежності монетарної політики, наднормове витрачання міжнародних резервів, якщо порівнювати з іншими режимами, висока схильність до зовнішніх економічних шоків.

Менш поширеним режимом монетарної політики є політика таргетування номінального ВВП. Сутність режиму полягає в наступному. Один з методів розрахунку ВВП – це сума всіх витрат економіки протягом року. Таким чином, ВВП зростатиме за двох випадків – зростання обсягу витрат, або ж – зростання цін. Якщо протягом року витрати економіки зросли на 1% і інфляція зросла на 3%, то номінальне ВВП зросло на 4%.

Таким чином, центральний банк, у режимі таргетування номінального ВВП буде орієнтуватись не на приріст цін, як це відбувається під час інфляційного таргетування, а на обсяг номінальних витрат в економіці. На прикладі, таргетування номінального рівня ВВП відбувається наступним чином. Припускається, що між рівнем витрат в економіці та безробіттям існує обернена залежність, оскільки зарплати працівникам визначені у номінальних вимірах. Якщо сукупні витрати економіки скорочуються, то скорчується кількість грошових ресурсів, доступних на оплату робочої сили. Іншими словами, недостатньо грошей в економіці, щоб

забезпечити виплати працівникам. Таким чином, підприємства будуть звільняти працівників. За таких обставин, центральний банк, обравши режим таргетування номінального ВВП буде шукати шляхи щодо збільшення витрат в економіці – тим самим, рухаючи інфляцію вгору. Як наслідок, збільшення інфляції буде балансувати різницю економічного росту до рівня таргету.

Підсумовуючи, монетарна політика центрального банку – це шляхи до управління грошової маси в економіці. Режим монетарної політики – це сукупність інструментів та механізмів, які використовує центральний банк задля досягнення бажаного рівня грошової маси в економіці. Найпоширеніші монетарні режими – це режим таргетування грошової маси, режим таргетування номінального ВВП, режим фіксованого обмінного курсу та режим інфляційного таргетування. Останній – найбільш поширений у сучасній міжнародній економічній системі.

Як зазначалось вище, Україна з 2016 року перейшла на режим інфляційного таргетування, який передбачає використання ключової ставки як інструмент регулювання ліквідності. Однак, режим інфляційного таргетування в Україні має свою специфіку, яка викладена нижче.

Основний інструмент політики, як вже неодноразово зазначалося – ключова процентна ставка (облікова ставка). Змінюючи таку ставку, центральний банк впливає на процентні ставки на міжбанківському та споживчих ринках, що в свою чергу позначається на пропозиції та попиту кредитів та депозитів.

Пропозиція і попит на кредити та депозити впливає на споживання та інвестиції економічних агентів, що врешті-решт, впливатиме на інфляцію в країні. У сукупності, вищеописана система взаємозв'язків між ключовою ставкою та інфляцією називається трансмісійним механізмом. На Рисунку 1.1 зображено детальну схему трансмісійного механізму.



Рисунок 1.1. Трансмісійний механізм режиму інфляційного таргетування.
Джерело: складено автором на основі джерела [13, 14]

Як правило, ефект зміни ставки на інфляцію буде спостерігатися через чотири-шість кварталів. Саме через це, центральному банку важливо ухвалювати рішення щодо управління ключової ставки, виходячи не з поточних рівнів інфляції, а з прогнозованих.

Наразі, в Україні слабо розвинені трансмісійні канали. Національний банк зобов'язується також докладати зусиль з його розвитку [13, 14]. Канал кредитних та депозитних ставок в Україні працює. Національний банк має змогу швидко та ефективно впливати на ставки за кредити на міжбанківському та комерційному ринку, однак ставки по депозитам на комерційному ринку реагують доволі повільно на зміни в обліковій ставці. Однак в Україні зміни в інвестиціях та споживанні домогосподарств слабо виражені через низьку залученість населення у кредитному ринку. Канал обмінного курсу в Україні працює найефективніше, власне, через високу доларизацію економіки і високий ступінь інтеграції в міжнародну торгівлю. Канал інфляційних очікувань в Україні розвинений слабо – частково через

необізнаність населення з монетарною політикою Національного банку, частково через політичну та економічну нестабільність, що присутня в Україні. Кредитний канал в Україні також працює неефективно. Присутня слабка залежність між обсягом виданих кредитів та змінами в макроекономічних показниках. Канал цінних паперів та інших активів майже нерозвинений в Україні, оскільки в Україні відсутній широко-доступний фондовий ринок.

У некризові часи, режим інфляційного таргетування поєднується з плаваючим обмінним курсом, який дозволяє національній валюті адаптуватися до внутрішніх і зовнішніх змін в економіці. Плаваючий обмінний курс означає, що ціна на валюту формується внаслідок попиту та пропозиції на валютному ринку, а не за рахунок адміністративних дій Національного банку. Хоча є виключення – інколи центральні банки здійснюють валютні інтервенції – купівля або продаж гривні на валютному ринку для пом'якшення шоків, накопичення міжнародних резервів та підтримки трансмісії ключової процентної ставки. Проте і ці дії НБУ прагне менше використовувати з подальшим розвитком монетарної політики.

Окрім трансмісійного механізму та плаваючого валютного курсу, важливим елементом вдалої монетарної політики є прозорість та передбачуваність дій центрального банку. Національний банк України регулярно інформує громадськість щодо стратегій поточної політики, виконання цілей, очікуваних ефектів від вжитих заходів.

У ході цього Національний банк щоквартально випускає низку звітів, таких як: «Інфляційний звіт», «Звіт правління НБУ щодо проведення грошово-кредитної політики», «Звіт про фінансову стабільність», «Макроекономічний та монетарний огляд» та подає результати інших макроекономічних досліджень. Окрім цього, вся інформація, що використовується Національним банком у ході прийняття рішень, публікується на офіційній веб-сторінці Національного банку, а також на інших

каналах комунікації – через соціальні мережі, прес-конференції та галузевих конференцій.

Дані заходи важливі, оскільки, перш за все, прозорість породжує довіру до національного банку та його ініціатив і стратегій. По-друге, усі економічні агенти перебувають в одному просторі доступності інформації і можуть приймати найефективніші господарські рішення.

Враховуючи все вищесказане, можна зробити висновок, що Національний банк України веде коректну монетарну політику, яка відповідає сучасним світовим тенденціям, а також національним економічним потребам. Монетарний режим, який обрав центральний банк – режим інфляційного таргетування, який передбачає вплив на інфляцію за рахунок змін в ключовій процентній ставці. Для цього в Україні побудовано правильний трансмісійний механізм, однак він знаходиться на стадії розвитку, оскільки не всі канали механізму працюють на максимумі своєї ефективності. Сильні сторони монетарної політики в Україні – це прозорість Національного банку та здатність ефективно інформувати громадськість. Зі слабких сторін монетарної політики – ефективність трансмісійного механізму та незалежність Національного банку.

1.3 Історичний досвід впливу війни на економіку та монетарну політику

Історично так склалося, що економіка завжди мала вирішальний вплив на хід будь-якої війни. Англійський економіст з Ворицького університету Марк Харрісон у своїй книзі обґрунтовує, що економіка мала сильний вплив на Першу Світову Війну ще до її початку, в ході війни та опісля. Передусім, тодішня Німеччина, яка розв'язала війну, мала на меті економічну вигоду – загарбання нових територій, оскільки на той момент, європейські країни закарбувались у доволі статичних

кордонах. Азійський та африканський регіони на той момент були переважно колонізовані Англією та Францією і, як наслідок, для експансії Німеччині не залишалося місця, тому перелом міжнародного порядку був для Німеччини шансом захопити нові землі, що несли б із собою економічні плоди у майбутньому [15].

Протягом самої війни, було очевидним, що перевага була на боці тих країн, чия економіка була більш розвинена і продовжувала працювати під час війни. Як показали дослідження, багатші країни не лише могли мобілізувати більше людей, а й могли краще їх оснащувати. Безперервний та зростаючий випуск різних видів зброї, наземної та повітряної техніки могли забезпечувати лише розвинені країни, такі як Англія та Сполучені Штати. До того ж, автори зазначають, що країни зі слабкою економікою занепали у ході війни, незважаючи навіть на такі фактори як розмір населення та площа територій. Наприклад, Російська Імперія вийшла з війни до її завершення, оскільки її економіка на той час характеризувалася як аграрна економіка. Країна випускала лише продукцію харчового споживання. Такі військові витрати як мобілізація людського ресурсу та грошового капіталу швидко позбавили Росію можливості вирощувати зернові культури і так само швидко спустошили набуті резерви зерна, що призвело до того, що Росія швидше вичерпала запаси їжі, ніж амуніції.

Також Марк Харрісон, у своїй роботі «The economics of World War II: an overview» зазначає, що економічні фактори відіграли значну роль у Другій Світовій Війні, а саме в перемозі Антигітлерівської коаліції над союзниками Осі, оскільки у період 1942 – 1945 р.р. військова ініціатива коаліції Осі зайшла у глухий кут й обидві сторони війни боролися, просуваючись повільними темпами. Проте, оскільки сили Союзників сукупно мали більший розмір економіки та ресурсів, вони могли в першу чергу більше ризикувати, краще поглинати втрати та витрати від воєнних помилок і швидше та якісніше замінювати такі втрати, що і мало вирішальний вплив на перемогу Союзників. [16]

Дві світові війни показали, що коли бідні країни зазнають масової атаки, то незалежно від їх розміру, економіка такої країни розвалюється. Це пов'язано з тим, що на той час бідні країни мали сильну залежність від агрономічного сектору і не могли забезпечити себе іншими видами діяльності. Мобілізація ресурсів та людського капіталу переривала внутрішню та зовнішню торгівлю. Чим більше економіка ставала на військові рейки, тим менше благ ставало доступним для невійськової частини населення та для експорту, внаслідок чого, вичерпувались внутрішні запаси провізії, а імпорт скорочувався. Саме тому мобілізація ресурсів та людського капіталу мала обмежувальний або руйнівний характер для країн-учасників війни. Якщо у Першій світовій це яскраво проявилось в Російській Імперії, яка не змогла виробляти достатньо ресурсів для самозабезпечення, або ж у Німеччині, яка не змогла достатньо імпортувати ресурси для забезпечення попиту, то у Другій світовій це явище спостерігалось з Китаєм.

Якщо подивитися на Китай у довоєнний період, то за такими показниками як кількість населення, площа території, загальний ВВП, Китай обганяв Японію (але Японія все-таки випереджала у показнику ВВП на душу населення). Але внаслідок нападу Японії на Китай у 1937 році, економіка Китаю розвалилася. І єдине, що вберегло Китай від повного загарбання Японією було те, що територія Китаю була занадто великою для окупації.

Отже, країна з більшою за розміром економікою, має більші шанси вийти переможницею у війні. Проте і в цій тезі є свої застереження. Сукупність таких факторів економіки як високе ВВП на душу населення, диверсифікована економіка, можливість швидко адаптуватись і мобілізувати ресурси у воєнну машину, не втрачаючи при цьому критичних ланок забезпечення ведення війни, а саме – агрокультури та промисловості, дало б перевагу країні-учаснику Першої та Другої світових війн. Такими країнами були лише США та Сполучене Королівство.

Будь-який воєнний конфлікт – це процес динамічний. Країна втрачає свій ресурс у ході війни, ресурси мобілізуються у найбільш необхідні галузі з політичних та військових аспектів, а не в найбільш оптимальні з підприємницької точки зору. Отож перед кожною стороною, що є учасником збройного конфлікту постає питання фінансування воєнної машини.

Одним із перших прикладів сучасних методів фінансування війни стала стратегія фінансування війн урядами Франції та Англії у період Наполеонівських війн кінця вісімнадцятого та початку дев'ятнадцятого століття [17].

У кризовий період для економіки, наприклад – війна, який характеризується великими витратами для держави, є дві стратегії фінансування. Перша – це боргове фінансування, в якому держава фінансує витрати за рахунок отримання боргів і їх поступове погашення після кризового періоду. Друга – фіскальне фінансування, в якому держава фінансує витрати за рахунок збільшення розміру податків для населення та підприємств. Перший шлях фінансування війн обрав уряд Англії. Другий, відповідно, Франція.

Англія почала свій шлях до боргового фінансування після парламентської революції 1688 року, після чого у країні почав активно розвиватися фінансовий ринок. Після появи парламенту було вирішено акцентувати увагу на покриття витрат шляхом взяття боргів та їх послідовного обслуговування й амортизації. Відповідно, протягом першої війни (Війни королеви Анни (1702-1713)), вже за участю парламентської Англії, зміни у фіскальній політиці країни не були значимими. На противагу цьому, розмір боргів країни стрімко зріс. Борг країни на той момент переважно складався з незабезпеченого боргу, який являв собою короткострокові облігації Збройних Сил, Військового флоту та казначейства країни. Окрім цього, борг також складався із забезпеченого боргу – довгострокових облігацій, які були забезпечені частиною податкових доходів країни.

Активні дії уряду Англії щодо обслуговування зниження боргу викликало довіру до уряду з боку населення та підприємств, які були готові й надалі фінансувати витрати держави, тобто, займались інвестуванням у державні облигації. До того ж, задля подолання страхів щодо банкрутства уряду та росту ставок податку у післявоєнний період Американської війни за незалежність, за ініціативою голови Казначейства, був створений амортизаційний фонд у 1786 році (Sinking Fund of 1786), до якого робилися внески з бюджетного профіциту. Погашення частин урядового боргу відбувалися саме за рахунок цього фонду. Даний механізм, за поглядами експертів того часу викликав довіру до уряду у стабільності погашення боргів – тобто відсутність можливості банкрутства країни, – а також давав надію населенню у відсутності необхідності уряду підвищувати ставки податків.

Маючи також відносно розвинений ринок капіталу, уряд Англії вдало демонстрував монетарну політику – ставки за держоблігаціями стрімко зростали у період війни задля поліпшення рівнів мобілізації фінансових ресурсів, зменшення загального рівня споживання та збільшення рівня ощадності, а опускав у періоди «миру», щоб економіка мала змогу відродитись після війни.

На початку вісімнадцятого сторіччя, фінанси Англії та Франції не сильно вирізнялись. Франція також спершу обрала стратегію боргового фінансування. Але, з часом, країна не справлялась із обслуговуванням та погашенням своїх боргів, після чого казначейство безуспішно реорганізувало борги, списавши їх значну частку. Проте, як наслідок, таке списання призвело до підриву довіри кредиторів до боржників. У результаті, Франція мала труднощі у продовженні боргового фінансування. Поступово, країна рухалась у бік банкрутства, періодично заморожуючи виплати по борговим зобов'язанням та у 1770 році Франція опинилася у частковому банкрутстві.

Окрім цього, викликом для фінансів країни стали розбіжності у намірах та діях французького монарха. Французька монархія, підвищивши податки після

закінчення воєнного періоду, фактично, не опускала рівень оподаткування протягом тривалого періоду. Це викликало ще більший підрив довіри до влади і проблема отримання фінансування ускладнилася.

На противагу, в Англії протягом воєнного стану ставки податку залишалися переважно без змін. Як зазначалося вище, країна використовувала боргове фінансування для покриття витрат війни. Після закінчення умовного воєнного стану, ставки податків могли лише тимчасово збільшитись для пришвидшення обслуговування державних боргів. У результаті, населення не було надмірно обтяжено податками у період кризи (війни), коли ділова активність дещо падала і, відповідно, з розумінням поставилася до підвищення ставок податку після закінчення воєнного стану, коли ділова активність дещо покращилася. Населення, відповідно, також розуміло, що дане підвищення податків – тимчасове, оскільки уряд дійсно після певного періоду робив кроки у бік зменшення податків.

Цей приклад також яскраво характеризує відмінність парламентського та монархічного устрою держави. У парламентській Англії річний бюджет складався та затверджувався урядом, населення мало відкритий доступ до перегляду виконання дохідної та витратної частини бюджету. У монархічній Франції бюджет був закритим, істотні наміри монарха не могли бути передбачені населенням. У порівнянні, на цьому етапі історії, довіра була на боці Англії, через що, ця країна могла користуватися дешевшим фінансуванням, а її облігації, у порівнянні з французькими вважалися менш ризиковими.

Після Французької Революції 1789 року до влади прийшов парламент. Перехід влади виявився доволі складним, після революції був суттєво підірваний рівень довіри як зовнішніх, так і внутрішніх кредиторів. Незважаючи на це, уряду країни потрібні були кошти для забезпечення своїх витрат, однак боргове фінансування для Франції було надто дорогим, хоча уряд відмовлявся підвищувати ставки податків. У результаті, уряд вирішив проблему через примусову

націоналізацію майна та земельних ділянок церкви. Це відбулося за рахунок доволі сумнівного механізму утворення нової валюти, що мала ознаки боргових паперів. Уряд таким чином створив асигнати – паперові грошові знаки. Держава надавала асигнати кредиторам, які могли їх обміняти на земельні ділянки та майно церкви. Спершу це працювало, але у розпалі війни з Австрією у 1792 році, знову стрімко зріз бюджетний дефіцит, який повністю покривався асигнатами. У відповідь на значні темпи інфляції, уряд Франції вирішив її стримувати шляхом директивних цінових стель на базові продукти, прогресивної системи оподаткування доходів населення та вимушених кредитів банківським установам. Ці механізми не спрацювали, і як наслідок, Франція друкувала гроші, що призвело до гіперінфляції у 1795 році. Виснаживши можливість випускати гроші, уряд змушений був скоротити витрати та збільшити податки та списати попередні борги перед французькою аристократією, що підтримувала монархію, та політичними в'язнями. Але і частину боргів, що залишилась, держава не могла покрити золотовалютними резервами. Це й підірвало довіру та можливість фінансування протягом наступної півтори декади.

У період Французько-Англійської війни, Англія, у звичайній манері продовжувала фінансувати до 90% своїх воєнних витрат за рахунок боргу. Але у розпал наполеонівських війн, витрати росли значно швидшими темпами, аніж раніше, що вимагало ще більшого фінансування. Дефіцит бюджету та тиск на державні фінанси породив два нових механізми фінансування – тимчасова заборона погашення банківських нот золотом, а також введення податку на доходи фізичних осіб.

Після оголошення війни проти пост-революційної Франції у 1793 році, для забезпечення поточних та майбутніх витрат уряду, Банк Англії випустив у обіг надмірну кількість банківських нот.

На той час діяв золотий стандарт, що забезпечував власнику банківської ноти частину золота із золотовалютних резервів Банку Англії. Але, незабаром, фактична вартість випущених банківських нот переважила фактичну суму резервів золота удвічі. І з наближенням війни, передбачаючи рецесію, кредитори вимагали від Банку Англії погашення нот золотом. Оскільки неможливо було забезпечити всіх власників нот золотом, уряд вирішив тимчасово заборонити обмін банківських нот на золото і таким чином, уряд зміг уберегтись від спустошення резервів золота.

Окрім обмежень на обмін нот на золото, уряд Англії у 1799 році запровадив новий вид фінансування бюджету – податок на прибуток, який був надзвичайно ефективним і до кінця наполеонівських війн доходи до бюджету від даного виду податку склали 20%.

Загалом, Англія продемонструвала чудовий досвід того, як вдало керувати бюджетом та грошовими потоками в умовах золотого стандарту. У період війни країна зупиняє обмін паперових грошей на золото, випускає більше незабезпечених паперових грошей для покриття видатків, продовжує випускати боргові облігації, які номінально дорівнюють золоту й обіцяє виконати всі виплати у золоті по завершенню війни. Натомість, довіра до уряду й національного банку, яка сформувалась протягом попередніх десятиліть стримує негативні очікування населення, оскільки громадяни й установи розуміють, що такі обмеження триватимуть лише на період війни. Після завершення війни, люди мають впевненість у тому, що уряд почне проводити дефляційну політику і всі борги будуть повернуті.

Натомість Франція протягом Наполеонівських війн продовжила стратегією фіскального фінансування. Оскільки до пост-революційної країни не було довіри з боку позичальників, єдиний шлях в отриманні грошей було оподаткування. Після становлення Наполеон повернув чимало податків, які спершу зникли внаслідок революції: наприклад – непрямі податки. Окрім цього, за правління Наполеона

також було створено Банк Франції (1800 року) та резервний фонд (1799 року) як додатковий метод забезпечення довіри до нового уряду.

Безпосередні ставки податку були вищими ніж ті, що були до Революції і впродовж перших років дев'ятнадцятого століття податкові надходження змогли покривати значну частину видатків бюджету. Уряд при цьому намагався не сильно використовувати боргове фінансування. Звичайно, для пом'якшення податкового навантаження уряд використовував боргове фінансування – позичав у Банку Франції, але у загальному вимірі такі позики не були суттєвим джерелом фінансування.

На відміну від Англії, уряд Франції протягом періоду 12 років не зупиняв обмін паперових грошей на золото, а також не зупиняв виплати по боргам. Це було більше політичне рішення, оскільки тогочасний уряд розумів, що зупинка виплат підірве довіру до уряду, а наслідки будуть катастрофічними. І хоча Франція мала обмежену кількість джерел фінансування, оподаткування захоплених територій приносило суттєві доходи у державний бюджет. До кінця нульових років дев'ятнадцятого сторіччя уряд Франції виглядав навіть здоровішим за англійський, оскільки на той час борг Англії мав рекордні значення, а паперові гроші Банку Англії уцінювались у вартості. Натомість, уряд Франції успішно тримав вартість франка, Банк Франції обмінював паперові ноти на золото за номінальною вартістю, а бюджет був збалансований. Що насправді спричинило колапс фінансової системи Франції – це воєнна кампанія проти Російської Імперії у 1812 році, яка завершилась безуспішно і створила великий борговий тягар на уряд країни.

Підсумовуючи, слід зазначити, що з досвіду Англії та Франції вбачається, що незалежно від розміру економіки чи багатства країни, у період війни будь-яка країна-учасник опиняється перед значними витратами, які б не траплялись у мирний час. Для країни, аби підтримувати фінансування воєнних дій, варто залучати особливі методи фінансування, які також могли б бути необґрунтованими

у мирні часи. Досвід Франції показує, що один із шляхів фінансування – це надмірне оподаткування громадян – фіскальний метод. Даний метод був притаманний країні, оскільки у неї на той період не було наявних широких боргових інструментів, переважно через брак довіри до уряду. Варто пам'ятати, що інструмент був ефективним лише за рахунок того, що під час наполеонівських війн, країні вдавалось захоплювати й обкладати податками нові території, що створювало нові грошові потоки до бюджету країни.

На противагу цьому, Англія використовувала боргові інструменти для фінансування війни. По-перше, країна використовувала обмежувальні заходи. Як, наприклад, заборона обмін банківських нот на золото у період війни. По-друге, країна активно залучала національний банк до фінансування витрат війни. Національний банк скуповував борг країни, друкуючи цим самим нові гроші. Варто також розуміти, що даний метод був ефективним лише тому, що уряд Англії мав високий рівень довіри до себе. Кредитори уряду розуміли, що будь-які обмеження уряду тимчасові, а уряд показував проактивну позицію щодо виплати боргів та створення державних резервів для розрахунків з боржниками. Таким чином, користуючись довірою, уряд не вдавався до суттєвого збільшення податкового тягаря для населення, а користувався більш ефективним інструментом – борговим капіталом.

Висновки до розділу 1

Проведений ґрунтовний аналіз особливостей монетарної політики в Україні в різні історичні періоди, а також досвіду впливу військових дій на економіку та монетарну політику дає підстави зробити наступні висновки. У державі інститут, який відповідає за забезпечення цінової та фінансової стабільності, — центральний банк. Український центральний банк – Національний банк України.

На Національний банк покладені три основні функції – забезпечення цінової стабільності, сприяння фінансовій стабільності та сприяння сталому економічному розвитку.

У ході виконання першої функції Національний банк здійснює монетарну політику, у ході здійснення другої – макропруденційну. Ефективне виконання обох політик призводить до виконання третьої функції.

У ході монетарної політики Національний банк здійснює політику інфляційного таргетування, що передбачає використання облікової ставки для здійснення регулювання інфляції. Інфляційне таргетування передбачає застосування сильного трансмісійного механізму – системи взаємозв'язків, що супроводжує вплив зміни ставки на зміну інфляції. В Україні присутній фундамент трансмісійного механізму, що відповідає такому, який спостерігається у провідних економіках світу, однак деякі канали – такі як кредитний канал та канал активів (цінних паперів та інвестицій) відсутні.

Зрештою, Національний банк веде політику прозорості та комунікації на надвисокому рівні, зрештою через це Національний банк користується високим ступенем довіри у населення.

Війна – це високе навантаження на економічну та фінансову систему країни; країни із сильними економічними передумовами мають більший шанс вистояти у важкі часи військового протистояння; один з надважливих питань війни – пошук рішень фінансування воєнних витрат. Тому в контексті історичного прецеденту поєднання економіки країни, монетарної політики та війни можна зробити такі висновки.

По-перше, будь-яка війна – це велике фінансове й економічне навантаження на країну. Перш за все, війна б'є по головному – людському капіталу. Жодна економічна політика повернути такі втрати не зможе. Окрім цього, війна

призводить до руйнації як внутрішніх, так і зовнішніх економічних процесів – ланки постачання, міжнародна торгівля, блокада торговельних шляхів та інших елементів міжнародної та внутрішньої економічної системи. До того ж, війна – це передусім знищення інфраструктурних і стратегічних об'єктів. Ворог у будь-якому разі буде цілити на об'єкти, які мають хоча б одну з двох характеристик: цінність для війни (залізничні шляхи, нафтопереробні заводи, військові об'єкти, точки стратегічного управління), або ж – цінність для економіки (станції виробництва енергетичних ресурсів, об'єкти промисловості, торговельні шляхи). До того ж, війна це безперервний процес забезпечення фронту необхідним: провізією, снарядами, технікою та іншим грошово-матеріальним забезпеченням. У сумі, ці витрати та втрати навантажують економіку воюючої країни.

По-друге, країни з більше розвинутою економікою мають більший потенціал підтримувати війну. Досвід світових війн показує, що країни з малорозвинутою економікою швидше виходять переможеними у війні, оскільки в них немає можливості підтримувати безперервний процес забезпечення власної воєнної кампанії. Країни з розвинутою економікою, як правило, мають більш ширше забезпечення, а також потенціал до промислового виробництва протягом самої війни. Отож, без сильних передумов, економіка у критичній ситуації може не витримати навантаження.

По-третє, під час війни, навантаження на витратну частину державного бюджету зростає переважно через непланове використання фінансових та інших матеріальних ресурсів. Важливе питання, яке постає перед урядом воюючої країни – це шлях до фінансування таких непостійних витрат. Досвід Англії та Франції показує, що уряд може залучати боргове фінансування або фіскальне фінансування. Боргове фінансування – це тимчасове залучення грошей національного банку або приватного сектору з метою їх використання у воєнній справі. Таким чином уряд країни може не збільшувати ставки оподаткування, проте цей метод оптимальний

для тих випадків, коли уряд користується довірою до себе і є кредитори, які готові надавати уряду гроші в борг. На противагу цьому, уряд також може збільшувати рівень оподаткування, обравши шлях фіскального фінансування. Цей метод використовується урядом, у котрого немає широких можливостей в отриманні позики. І хоча даний метод є простішим і, можливо, навіть дешевшим за боргове фінансування, ризики пов'язані з цим методом, більш серйозні – збільшення податкового навантаження призводить до невдоволення населення (політичний ризик), а надмірне збільшення оподаткування призводить навпаки – до зменшення доходів до казни бюджету, згідно з економічною теорією кривої Лаффера (економічний ризик). Проте, в історії не спостерігалось етапів, коли урядом використовувався лише один із цих методів у чистому вигляді. Як правило, уряд має шукати оптимальний баланс між борговим та фіскальним фінансуванням.

РОЗДІЛ 2. СТАН УКРАЇНСЬКОЇ ЕКОНОМІКИ ПІД ЧАС ВІЙНИ

2.1 Аналіз стану української економіки до початку повномасштабного вторгнення

Стан економіки України до початку повномасштабного вторгнення Російської Федерації був незадовільним. До вторгнення Україна була найбіднішою країною Європи у вимірах ВВП на душу населення – див. Рис. 2.1.



Рисунок 2.1. ВВП на душу населення, дол. США, 2021.
Джерело: складено автором на основі даних [18]

Причин такої слабкої економіки було достатньо: як внутрішніх, так і зовнішніх. Чимала кількість зовнішніх причин йшла безпосередньо з країни-агресора ще задовго до початку фізичного вторгнення.

Економіка України у тому вигляді, в якому вона є зараз, розпочалася після розпаду Радянського Союзу у 1991 році. І хоча здобуття незалежності було знаковою історичною перемогою, ця подія, передбачувано, створила масу внутрішніх проблем. На початку незалежності, що було характерно і для інших країн пострадянського простору, вся промисловість перебувала у стані застою. Історично, вся промисловість керувалася центральним апаратом, вказівки щодо

обсягу виробництва і шляхів реалізації доводилися «з верхівки» цього апарату. Отож після розпаду СРСР усі процеси виробництва, відповідно, також розпались. Для Російської Федерації ця ситуація була критичною, але для інших колишніх членів СРСР ця проблема була ще гострішою. Економічна стратегія СРСР була такою, що республіки виробляли ресурси та продукти не лише для власного споживання, а й для споживання всім союзом республік. Що одна республіка не виробляла, вона імпортувала з інших республік. Яскравим прикладом є сектор ядерної енергетики. Україна у складі СРСР мала кілька власних АЕС. Однак ядерне паливо йшло з центральної Росії, а комплектуючі та основні засоби – з Казахстану. Республіка Казахстан, натомість, мала численну кількість технологічних заводів, які спеціалізувалися на машинобудуванні, а харчові продукти йшли із західних республік, таких як Україна та Білорусь. Таким чином, економіка України не була збалансована – були галузі, які виробляли профіцит продукції, а деяких важливих галузей у країні взагалі не було.

Отож розбудовувати економіку практично з нуля було складною задачею. А ще складнішою задачею – побудувати фінансову систему, яка б змогла супроводжувати торгівлю та ведення господарства. Україна на початку 90-х років не мала доступу до міжнародних ринків капіталу, оскільки існуючі міжнародні фінансові установи скептично ставились до створення фінансових систем у країні, де не було ані досвіду ведення сучасної банківської справи, ані кваліфікованого персоналу.

Відсутність доступу до капіталу означає, що навіть якщо у країні є сильна, наприклад, агропромислова галузь, потенціал у розвитку або численні родовища природних ресурсів, країна ними не може скористатися, бо ні у підприємств, ні у країні немає грошей для видобутку або обробки таких ресурсів. На Рисунку 2.2 нижче показано, що впродовж перших десяти років незалежності, інвестиції в Україну не перевищували мільярда доларів США.



Рисунок 2.2 Чисті зовнішні прямі інвестиції в Україну, 1992-2021, млн. дол. США.
Джерело: складено автором на основі даних [18]

Тодішній уряд намагався вирішити цю проблему шляхом монетарної експансії – друку грошей. Але незабаром країна опинилась у центрі гіперінфляції. На Рисунку 2.3 зображені темпи інфляції з 1993 року по 2002 рік. У 1993 році спостерігається рекордний рівень інфляції, який становив 4,734%. Це явище характеризується як гіперінфляція. Як наслідок, у 1996 році уряд України випустив нову національну валюту, яку НБУ на той час зобов'язався тримати у прив'язці до долара США. І, насправді, це рішення було цілком правильним – у наступних періодах інфляція стабілізувалась на рівні від 11% до 23%.



Рисунок 2.3. Індекси споживчих цін України.
Джерело: Складено автором на основі даних [18]

Однак, тогочасна економіка не обмежувалася інфляційними проблемами. Упродовж 90-х років близько 60% населення проживали в бідності – отримуючи менше 5,50 дол. США на добу – див. Рис. 2.4.



Рисунок 2.4. Відсоток від населення, що проживає на менше 5.5 дол. США на добу (1992-2022).

Джерело: складено автором на основі даних [18]

Проте, із завершенням 20-го століття завершився і період адаптації України до ринкової економіки. На початку нульових років 21-го століття Україна змогла стабілізувати внутрішню економіку, створити стабільну національну валюту, а також почати експортувати природні ресурси у країни Європи та пострадянського простору. На Рисунку 2.5 видно, що до 2004 року сума експорту не перевищувала 30 млрд. дол. США, а вже у 2004 експорт товарів на послуг виріс до 40 млрд. доларів США.



Рисунок 2.5. Обсяг експорту України, 1991 – 2021, млн. дол. США.
Джерело: складено автором на основі даних [18]

З Рисунок 2.2., що містить інформацію щодо чистих зовнішніх іноземних інвестицій в Україну, спостерігається, що з 2004 року в Україну почали надходити міжнародні інвестиції, що дало змогу підвищити продуктивність економіки, включно з промисловістю. Окрім цього, українська економіка ще виграла від такого фактору як дешеві ціни на енергоносії, які Україна отримувала від свого найбільшого сусіда-експортера природного газу – Російської Федерації.

До 2008 року Україна пододала бідність серед населення. Частка людей, що проживала за межею бідності становила лише 16.7% від загального населення, обсяг експорту становив близько 80 млрд. доларів США, Україна отримувала рекордну кількість прямих зовнішніх інвестицій – 10 млрд. доларів США, а інфляція у 2007 році становила 13%.

Проте, вже наступного року світова фінансова криза вдарила по розвитку української економіки. І хоча українська фінансова система не була настільки інтегрованою у світову, щоб безпосередньо отримати вплив від глобальної кризи, але шоки вдарили не менш сильно, ніж у тих країнах, що були прямо пов'язані з фінансовою кризою.

У кризові часи інвестори, як правило, не розглядають нові можливості щодо інвестицій, а тим більше – інвестицій у ризикові активи та підприємства, якими

вважались українські компанії на той час. Таким чином, внаслідок кризи 2008 року Україна почала втрачати зовнішні інвестиції. З 2008 по 2009 рік сума інвестицій в Україну впала на 6 млрд. доларів США, до 4,7 млрд. доларів. Як наслідок, ВВП України у 2009 році скоротилось на 30%.

Варто наголосити, що впродовж усього періоду незалежності, Україна була експортно-орієнтованою державою, але експортувала лише сировину, як-от метали, вугілля та зернові культури. Цілком можливо побачити кореляцію між цінами на залізо та ВВП України. За підрахунками авторів, індекс кореляції, що становить 87%, характеризується як «дуже високий» - див. Рис. 2.6.

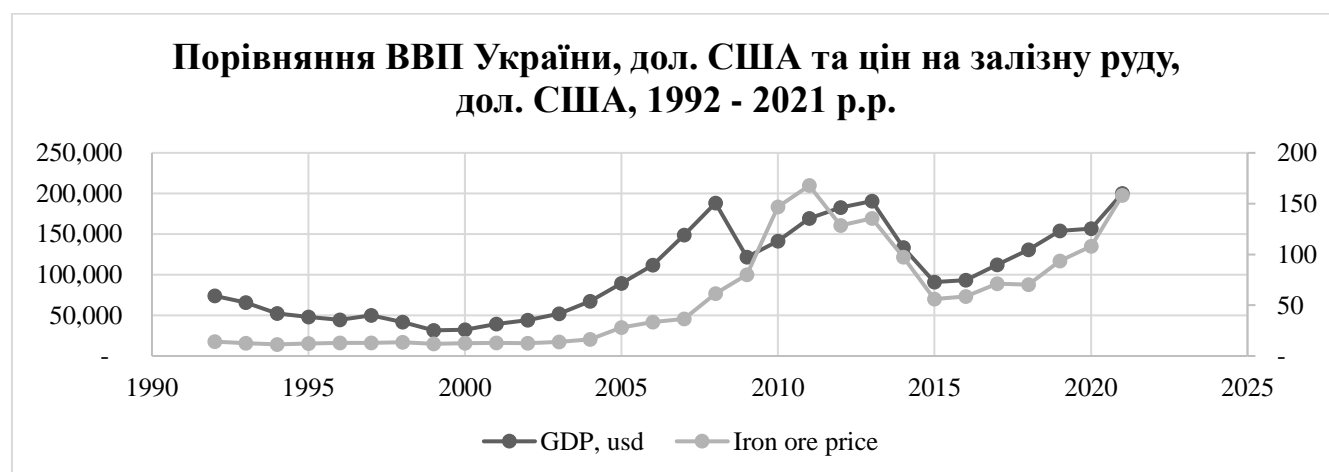


Рисунок 2.6. Порівняння ВВП України та цін на залізну руду.
Джерело: складено автором на основі даних [18, 19]

У роки після світової рецесії 2008 року і до 2014 року, великим стимулом української економіки стали ділові відносини з урядом Китаю. Тодішній уряд Китаю запусив широке оновлення транспортної інфраструктури країни, на що потребувались значні обсяги заліза та інших матеріалів, значна частина якого імпортувалась саме з України. Такі відносини допомогли Україні швидко оговтатися після кризи, але невдовзі сталась чергова, але перша в історії незалежності знакова негативна подія у відносинах із Росією – окупація півострова Крим.

Після окупації півострова Крим, зовнішні інвестиції черговий раз скоротилися. Цього разу інвестори остерігалися продовжувати діяльність у країні, в якій розгорнувся збройний конфлікт. Як наслідок, у 2015 році Україна вперше зіткнулася з чистим витоком капіталу з країни.

Окрім вторгнення та його очікуваних негативних наслідків, до негативних аспектів ще також варто віднести те, що за місяць до окупації півострову Крим, НБУ відпустив курс гривні у вільне плавання. До того, курс був прикріплений до долара США, з початку 1996 року (за винятком 2008 року, коли НБУ також на один рік відпустив курс у вільне плавання). Протягом місяця після вторгнення, курс гривні до долара втратив 70% своєї вартості, як це видно з Рисунку 2.7 нижче.



Рисунок 2.7. Середній курс гривні до долара США, 2013-2015.

Джерело: складено автором на основі даних [20]

Така девальвація національної валюти стала перепоною до входу нових інвесторів на український ринок, оскільки тепер, окрім політичного та воєнного ризику, в країні з'явився ще й валютний ризик.

До того ж, удар по економіці завдав навіть не факт нападу Росії на Україну й анексії частини України, а факт того, які саме території агресор окупував. Території Донецької та Луганської області були осередками промисловості. У 2013 році, ВРП

Донецької області був другим за обсягом після м. Київ, а у 2019 році, ВРП цього регіону опустився до 5-го місця. Аналогічно з Луганською областю. У 2013 році ВРП регіону був на 9-му місці, у 2019 – на 26-му. Говорячи про важливість цих регіонів в економіці України, то у 2013 році, 18% від загального ВВП України склали саме території Донецької, Луганської областей та АР Крим – див. Рис. 2.8.

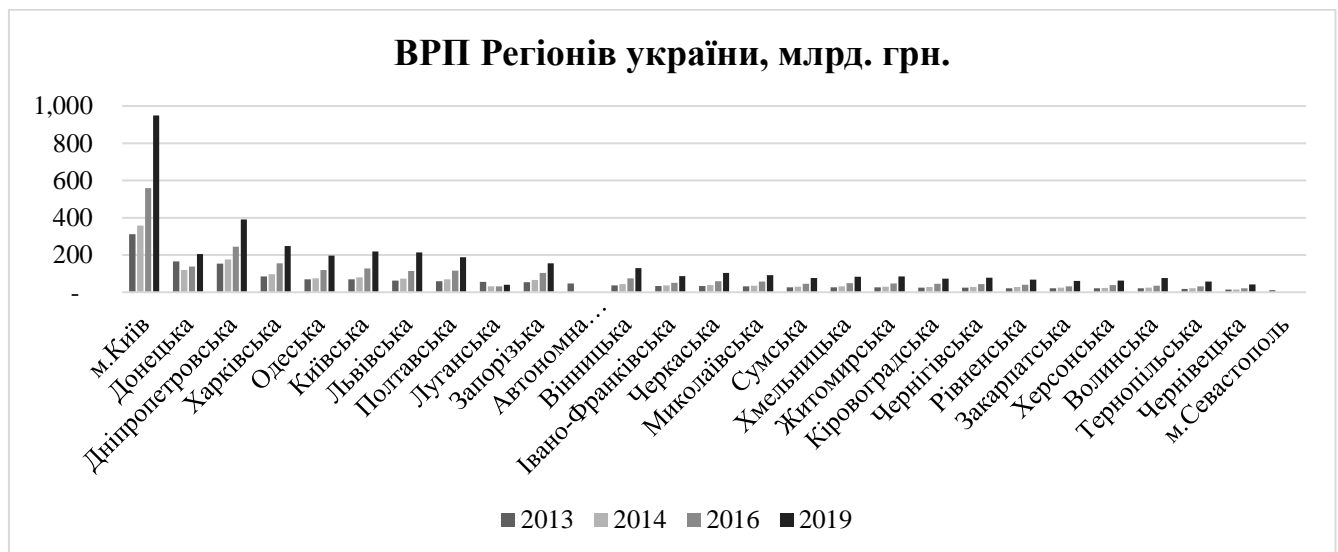


Рисунок 2.8. Валовий регіональний продукт регіонів України.
Джерело: складено автором на основі даних [21]

Окрім цього, після вторгнення Росії, Україна також втратила свого найбільшого торговельного партнера та постачальника природного газу. Звичайно, після вторгнення Україну не залишили без міжнародної фінансової підтримки, але така підтримка була не в таких обсягах, яких потребувала Україна, власне, через серйозну проблему української економіки – проблему корупції.

Розуміння системної корупції в Україні важливе для розуміння її економіки. За численними експертними оцінками, а також опитуваннями аналітичних і дослідницьких центрів, рівень корупції в Україні – один з найвищих у світі. Станом на 2023 рік, Україна посідає 104 місце (з 180) за рівнем корупції. І хоча цей індекс стає кращим з року в рік, упродовж останніх десяти років індекс сприйняття корупції покращився лише на 10 од. – див. Рис. 2.9.

Проте, сам індекс сприйняття корупції мало про що говорить. На практиці, корупцію інколи поділяють на два види – корупція впливу та корупція розкрадання.

У контексті України, корупція впливу проявляється у наступних сценаріях. Впливові особи використовують службові уповноваження для створення преференційних умов для інших осіб, в обмін на матеріальну винагороду. Хабар поліцейському за порушення правил дорожнього руху, або ж хабар посадовій особі для здійснення впливу на державну політику щодо питання, яке може допомогти компанії, що надала хабар.

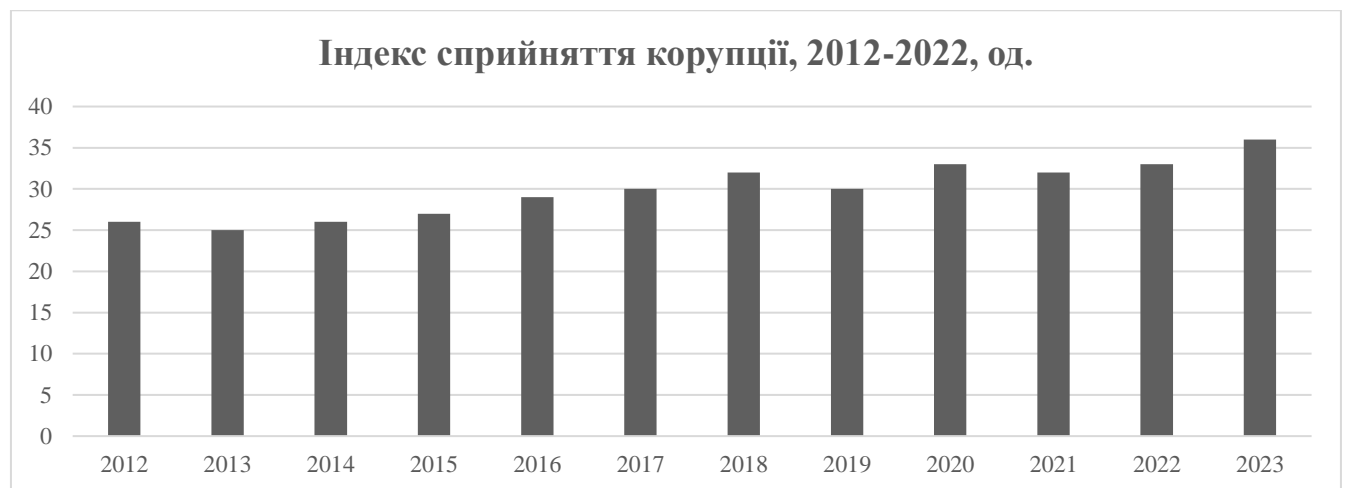


Рисунок 2.9. Індекс сприйняття корупції – 2012-2022.
Джерело: складено автором на основі даних [22, 23]

Натомість, корупція розкрадання – це ситуація, коли службова особа використовує своє службове становище для перешкоджання роботі інших осіб та підприємств. Коли службові особи або органи влади займаються рейдерством підприємств, розкраданням державних коштів, або ж привласненням державного майна, це вважається прикладом корупції розкрадання. Безперечно, обидва види корупції шкідливі для економіки, але останній вид більш шкідливий, оскільки він передбачає розкрадання державних коштів, за рахунок яких функціонує держава.

Після вторгнення Росії у 2014 році, МВФ планував надати Україні макропідтримку у формі кредиту у розмірі 17 млрд. дол. США. Але з них надійшло лише 6,6 млрд. доларів США, оскільки Україна не виконала умови МВФ щодо прийняття антикорупційного законодавства. Упродовж десяти років після першого вторгнення Росії на територію України до антикорупційного законодавства було внесено чимало змін.

У березні 2024 року Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) опублікувала звіт антикорупційних реформ в Україні за результатами моніторингу Стамбульського плану дій з боротьби проти корупції. [24] У звіті зазначається, що стратегія антикорупційної політики розроблена ретельно та прозоро, однак вона не охоплює нових викликів, пов'язаних з війною в Україні. Через затримку в ухваленні антикорупційного законодавства, Національне агентство з запобігання корупції відкладало початок впровадження системи координації та моніторингу впровадження політик. Станом на квітень 2024 року, НАЗК створила спеціальний підрозділ з координації та моніторингу виконання антикорупційного законодавства і цей підрозділ вже починає впроваджувати систему з моніторингу змін, однак відсутність значних бюджетних ресурсів, а також нестача кадрів у антикорупційних структурах можуть збільшити період до повного впровадження налагодженої та ефективної системи моніторингу.

ОЕСР позитивно відмітив систему декларування майна державних посадовців – це досконалий, високопрозорий та оцифрований механізм, який можна використовувати до широкого кола державних службовців. З початку широкомасштабного вторгнення доступ до системи було обмежено, тож високопосадовці лише на добровільній основі могли подавати декларації до системи, однак нещодавно – у лютому 2024 доступ до системи було частково відновлено і повернулася вимога обов'язкового декларування майна для чиновників. Звичайно, існує система подальшої перевірки статків

високопосадовців, однак існують сумніви щодо ефективності даної системи, оскільки порушень та невідповідностей у декларацій спостерігається багато, про що свідчать численні журналістські розслідування, а історія покарань за такі порушення скута.

Крім того, спеціалізовані антикорупційні слідчі органи прокуратури, НАБУ та САП досягли значних успіхів у боротьбі з корупцією на високому рівні. Ці органи продемонстрували регулярне притягнення до відповідальності за більшість корупційних правопорушень, конфіскацію статків сумнівного походження та практику звільнення високопосадовців, засуджених за корупцію. Проте прогалини в законодавстві, на кшталт «правок Лозового» перешкоджають у ефективності розслідуванні корупційних справ. Основними недоліками моделі є неавтономний характер відповідальності, пов'язаної з судовим переслідуванням окремого порушника, недостатньо переконливі санкції та відсутність захисту належної обачності, яка сприяє корпоративним заходам комплаєнсу.

З вищевикладеного випливає, що Україна не була багатою та економічно стабільною і розвиненою країною до початку російського вторгнення. У 90-ті роки країна пройшла внутрішню економічну кризу, яка характеризувалася гіперінфляцією, бідністю населення, нестабільною валютою та браком грошей для побудови економічної та фінансової системи. Незважаючи на це, зусиллями тогочасного уряду та Національного банку країна поступово вийшла з кризи, стабілізувала економіку та почала шлях до інтеграції у світову економіку. У період з 2004 по 2008 Україна успішно нарощувала чисті зовнішні інвестиції, будувала промисловість, але структура експорту складалась переважно із сировинної, а не переробленої продукції. Іншими словами, країна мало виробляла продукції з доданою вартістю. Глобальна фінансова криза вплинула на інвестиції в Україну, хоча сама фінансова система України майже не постраждала через низький ступінь інтеграції у міжнародні ринки капіталів. Після кризи Україна швидко оговталася,

знову нарощуючи обсяг експорту сировини до країн далекого сходу та сусідніх держав. Але вже у 2014 році Росія анексувала Крим та частину Донецької та Луганської областей, чим уповільнила подальший розвиток країни, адже у рік вторгнення вперше за всю історію незалежності чисті грошові потоки інвестицій були від'ємними. Безперечно, вторгнення ворога не зупинило розвиток України. У подальші роки Україна здійснювала структурні зміни, як-от оновилася монетарна політика Національного банку, структура експорту почала включати не лише сировину, але й послуги, наприклад – експорт ІТ рішень українськими підприємцями. Після втрати найбільшого торгівельного партнера України, який вторгся на територію країни, Україна змінила вектор руху економічного розвитку, відтоді Україна почала рухатись у сторону європейської інтеграції. Проте, присутність системної корупції в країні заважали їй досягти свого потенціалу, через що економічний розвиток і був доволі повільним. Таким чином, до початку широкомасштабного вторгнення Російської Федерації, Україна була досі слабкою в економічному плані.

2.2 Особливості проведення монетарної політики під час війни

Незважаючи на непросту економічну ситуацію в Україні до початку повномасштабного вторгнення, варто наголосити на тому, що банківська система у перші дні повномасштабного вторгнення показала стійкість, злагодженість і очевидну підготовку до вторгнення.

Вже у перші години вторгнення 24 лютого 2022 року, одразу після введення воєнного стану Національний банк опублікував Постанову «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» [25].

До постанови включено 16 положень, а саме:

- Правління Національного банку забезпечує свою роботу;
- Банки також продовжують роботу з урахуванням обмежень;
- Обмеження зняття готівки у розмірі 100,000 гривень;
- Національний банк постановляє здійснювати безготівкові розрахунки без обмежень;
- Платежі уряду здійснювати без обмежень;
- Підкріплювати банкомати готівкою без обмежень;
- Банкам забезпечити роботу відділень у безперебійному режимі в умовах відсутності загрози життю працівників;
- НБУ здійснює підкріплення готівкою без обмежень;
- НБУ здійснює рефінансування банків для підтримки ліквідності;
- Призупинення роботи валютного ринку України, окрім операцій продажу іноземної валюти;
- Зафіксувати обмінний курс станом на 24.02.2022;
- Мораторій на транскордонні валютні платежі.

Ці заходи покликані були забезпечити надійне й безперебійне функціонування фінансової системи України в умовах війни та задля підтримки діяльності Збройних Сил України й об'єктів критичної інфраструктури. Таким чином, Національний банк забезпечив роботу банківської системи України у надзвичайно кризовій ситуації. Як показав час, банківська система вистояла, а отже дії, які були запроваджені банком, виявилися правильними й ефективними. У підрозділі нижче детально проаналізовано причини стійкості банківської системи України, стратегії Національного банку та зміни, що відбулися в монетарній політиці України з початком війни.

У попередньому розділі зазначалося, що один із надважливих елементів успішної діяльності центрального банку – це наявність довіри до нього. Згідно з презентацією Володимира Лепушинського – представника департаменту

монетарної політики та економічного аналізу – на тему «Розуміння інфляційних очікувань «кейс України», рівень довіри до Національного банку у 2022 році зріс майже на 15%, до рівня 55% [26]. Дані результати перегукуються з результатами соціологічного опитування Центру Разумкова, згідно з якими Національному банку довіряє понад 58% респондентів [27]. Високий ступінь довіри зберігається і протягом 2023 року – НБУ довіряє 51% респондентів [28]. Таким чином, маючи високий ступінь довіри, Національний банк має змогу ефективно здійснювати заходи із ведення грошово-кредитної політики, розраховуючи на очікувані ефекти від застосовуваних заходів. До того ж, у часи кризових явищ, високий ступінь довіри до Національного банку дозволяє банку бути достатньо авторитетним державним органом, аби втримувати панічні настрої населення та економічних агентів.

У попередньому розділі окреслювались чотири приклади зі світової історії стосовно того, який вигляд повинна мати економіка до і під час війни, а також який вигляд набувала монетарна політика під час війни. Однак за великим рахунком, ці приклади застарілі. Протягом цього часу світова банківська система набула кардинально інших характеристик; тому ті приклади можна розглядати лише як історичний досвід, а не як положення про ведення монетарної політики під час війни.

Насправді, у сучасній економічній та фінансовій науці відсутні приклади чи положення того, якою має бути монетарна політика під час війни, за винятком поодиноких випадків, таких як досвід Грузії, Вірменії, Іраку, Ізраїлю та, власне, України. Війна – це ніщо інше ніж кризова ситуація; тому потенційно можливо використовувати світовий досвід подолання кризових ситуацій для створення стратегії грошово-кредитної політики у період війни.

Якщо спостерігати за кризовими явищами, які відбувалися в Україні до початку повномасштабного вторгнення, то можна помітити, що у більшості з таких

випадків Національний банк України приймав рішення про закріплення гривні до долара США. Наприклад, у період становлення української економіки у дев'яностих роках, а також протягом 2000 – 2008 року гривня була закріплена до долара США, оскільки Національному банку ще бракувало стабільної стратегії монетарної політики. Восени 2008 року курс гривні відпустили «у вільне плавання», але вже через рік знову закріпили до долара США внаслідок поширення наслідків світової фінансової кризи на українську економіку.

Насправді, стратегія закріплення національної валюти до більш стабільної валюти доволі поширена стратегія для малорозвинених економік у кризових ситуаціях. Звичайно, у короткостроковій перспективі це рішення здається чи не найкращим; проте у довгостроковому вимірі, тривале закріплення національної валюти може призвести до макроекономічних дисбалансів та спустошення міжнародних резервів.

У кризові часи перед центральними банками інколи постає питання фінансування дефіциту державного бюджету. Для української економіки це також не нове явище, оскільки дефіцит бюджету неодноразово фінансувався за рахунок емісії грошей як у дев'яності роки двадцятого сторіччя, так і в кінці нульових двадцять першого. Але центральному банку важливо пам'ятати, що будь-яка позапланова емісія грошей без винятку призведе до інфляційних ефектів в економіці.

Врешті-решт, криза, спричинена воєнними діями такого масштабу потребувала більш інноваційних методів ведення монетарної політики. Таким чином 15 квітня 2022 року, Рада НБУ ухвалила документ під назвою «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану», який передбачає стратегію монетарної політики Національного банку під час війни. У документі окреслюється таке.

Перше, на що звертається увага, це положення про цілі грошово-кредитної політики. У документі зазначається, що «в Україні першочергового значення набуває забезпечення надійного та стабільного функціонування банківської і фінансової системи країни, а також максимальне забезпечення потреб оборони України, безперебійного функціонування системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури» [29]. Таким чином, основна ціль політики НБУ під час війни – це забезпечення стабільності та працездатності фінансової системи. Насправді, ціль перегукується з основними функціями Національного банку, окресленими у Статті 6 Закону України про Національний банк України, але у даному документі до функції забезпечення стабільності фінансової системи додається також теза про забезпечення потреб оборони України, системи державних фінансів та фінансів об'єктів критичної інфраструктури.

Друга теза, яка зазначається у вищезгаданому документі, стосується неможливості ведення режиму інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом. Оскільки канали трансмісійного механізму у період воєнного стану також дещо втрачають свою ефективність, то НБУ більше не може розраховувати на ключову ставку як основний інструмент виконання грошово-кредитної політики.

Отже, перелік інструментів грошово-кредитної політики НБУ, згідно з рішенням Ради НБУ включає в себе такі:

- Адміністративні обмеження на валютному ринку та ринку капіталів;
- Купівля цінних паперів уряду; проте, розуміючи критичність даного механізму фінансування бюджету, НБУ зобов'язується фінансувати лише критичні видатки Уряду в обмежених обсягах.

На цьому інструменти монетарної політики, які зазначені в документі, завершуються. Однак, аналізуючи загальний тон документу, можна припустити, що Національний банк не тільки не залишає спроби здійснювати монетарну політику за рахунок традиційних інструментів, а й доповнює цей перелік інструментами, які

більш доцільні, виходячи з поточної кризової ситуації. НБУ неодноразово наголошує на важливості стійкості фінансової та банківської системи, а також на важливості забезпечення урядом необхідного фінансування. Водночас, НБУ відразу наголошує на ризиках незалежності власної діяльності, а також на ризиках, що пов'язані з фіскальним домінуванням.

У розділі «Взаємодія з Урядом та протидія викликам воєнного часу» зазначається, що НБУ підтримуватиме тісну взаємодію з урядом за такими напрямками:

- Сприяння залучення фінансування від міжнародних партнерів;
- Виконання цілей, критеріїв та заходів, що передбачені нормативними документами про співробітництво з ЄС, МВФ та іншими світовими фінансовими інститутами;
- Зосередження тиску на країну-агресора;
- Продовження поліпшення якості та ефективності зв'язків з громадськістю;
- Підтримка українських біженців за кордоном;
- Недопущення звуження сфери застосування гривні чи витіснення її як єдиного законного платіжного засобу на території України;
- Докладання зусиль задля розбудови здорової та прозорої системи державного регулювання.

Таким чином, Національний банк буде співпрацювати з урядом у напрямках, які більше пов'язані із соціальною чи дипломатичною сферою. Оскільки у період воєнних дій існує реальна загроза фіскального домінування, важливо, аби Національний банк продовжував відстоювати свої інтереси як незалежний орган. Тому відсутність будь-яких положень про грошово-кредитну кооперацію між урядом та банком, або ж, відносини, що передбачають вплив уряду на рішення Національного банку, є добрим сигналом як для економічних агентів, так і для міжнародних партнерів.

У останньому розділі «Поступове повернення монетарної політики до традиційного формату» зазначається, що НБУ повертатиметься до політики, що окреслена у Стратегії монетарної політики НБУ на 2022 рік в міру нормалізації функціонування економіки. У цьому розділі НБУ заявляє, що НБУ залишається відданим режиму інфляційного таргетування, плаваючого валютного курсу та заборони фінансування бюджету за рахунок емісії гривні.

Окрім цього, НБУ зазначає, що встановлені обмеження будуть скасовуватись в міру подолання проблем, що стосуються виробництва, транспортування, блокади портів та аеропортів, експорту, низьких валютних надходжень, конвертації гривні в іноземні валюти, виведення капіталу та роботи валютного ринку.

Підсумовуючи, слід зазначити, що загальну стратегію Національного банку під час воєнного стану можна окреслити як гнучкий режим фіксованого обмінного курсу з елементами інфляційного таргетування. Оскільки під час воєнного стану більш швидким методом регулювання інфляції є саме фіксація обмінного курсу, то саме цей механізм і лежить в основі поточної монетарної політики. До фіксації обмінного курсу ще додаються обмежувальні заходи, такі як обмеження щодо виводу капіталу, міжнародних переказів та функціонування валютного ринку. Проте, Національний банк, розуміючи критичність ситуації, не виключає можливості монетизації дефіциту бюджету, хоч і зважає на загрозу фіскального домінування. І наостанок, Національний банк не виключає використання інструментів традиційного режиму інфляційного таргетування для стабілізації поточної ситуації в Україні, однак такі інструменти, через брак ефективності, відходять на другий план.

З аналізу документу «Основних засад грошово-кредитної політики на період воєнного стану» можна провести порівняння монетарної політики у мирний час та у період воєнного часу, які наведені у Таблиці 2.1.

Таблиця 2.1. – Порівняння елементів монетарної політики у мирний та військовий час

Елемент монетарної політики	Мирний час	Воєнний стан
1. Ключові функції	Цінова стабільність, фінансова стабільність, сталій економічний розвиток	Цінова стабільність, фінансова стабільність, забезпечення безперервної діяльності банківської системи та об'єктів критичної інфраструктури
2. Основний інструмент монетарної політики.	Ключова процентна ставка	Фіксація обмінного курсу, адміністративні обмеження
3. Рішення приймаються на основі	Прогнозованих даних / майбутніх тенденцій	Реагування на мінливість поточної кризової ситуації
4. Обмінний курс	Плаваючий обмінний курс	Фіксований обмінний курс
5. Інтервенції національного банку	Виконуються для пом'якшення волатильності обмінного курсу	Виконуються для підтримки фіксованого рівня обмінного курсу
6. Політика щодо обмінного курсу	Зменшення ролі центрального банку в регулюванні обмінного	Адміністративні обмеження покликані зберегти фіксований рівень обмінного курсу

	курсу, валютна лібералізація	
7. Фінансування дефіциту бюджету	Повна заборона фінансування дефіциту бюджету	Фінансування лише критичних витрат уряду
8. Ставлення до впливу уряду на діяльність Національного банку	Абсолютна заборона впливу уряду на діяльність НБУ; повна незалежність регулятора	Абсолютна заборона впливу уряду на діяльність НБУ; повна незалежність регулятора
9. Роль прогнозування у монетарній політиці	Невід'ємний елемент монетарної політики	Оскільки точність прогнозів у кризові часи нижча, перевага надається ролі реагування на поточні виклики
10. Роль комунікації регулятора з економічними агентами та громадськістю	Надзвичайно важливий елемент монетарної політики, який забезпечує прозорість дій та довіру до регулятора	Надзвичайно важливий елемент монетарної політики, який забезпечує прозорість дій та довіру до регулятора. Однак доступ до певних інформаційних баз тимчасово обмежений

Джерело: складено автором на основі даних [25, 26, 29, 30].

Таким чином, упродовж усього 2022 року та першої половини 2023 року основними інструментами монетарної політики НБУ стала фіксація обмінного курсу, строгі валютні обмеження, незмінність облікової ставки і забезпечення ліквідністю комерційних банків. Ці інструменти були використані аби запобігти

паніці на українських ринках, знизити інфляційний тиск та забезпечити безперебійне існування фінансової системи України.

На початковому етапі війни ця стратегія виявилась досить ефективною, однак у тривалій перспективі такий вид монетарної політики може загрожувати досягненню фінансової стабільності та темпів економічного зростання. Тривала політика валютних обмежень деформує ті внутрішні ринки, які тісно пов'язані у систему міжнародних економічних відносин, через що у підприємств таких бізнесів накопичуються суттєві валютні ризики.

Таким чином у червні 2023 року відбулись перші суттєві зміни до стратегії грошово-кредитної політики. НБУ випустив звіт «Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування» [31] у якому зазначається наступні три пріоритети: пом'якшення валютних обмежень, перехід до більш гнучкого обмінного курсу. Та повернення до режиму інфляційного таргетування.

Пом'якшення валютних обмежень передбачає, що НБУ розробив Дорожню карту для послідовного пом'якшення таких обмежень, враховуючи поточний стан ринкових деформацій та важливість підтримки економічного відновлення. Ця дорожня карта передбачає три послідовні етапи. Перший етап характеризується мінімізацію множинності обмінних курсів, лібералізацію торгових операцій та підтримку нових кредитів та інвестицій. Другий етап передбачає усунення обмежень у фінансуванні зовнішньоекономічних операцій, контроль за валютними ризиками банківських установ та можливість повернення відсотків за раніше укладеними борговими угодами. Третій етап передбачає дозвіл на можливість виконання платежів за кредитами та інвестиціями, розширення доступності валютних операцій для населення, а також можливість фінансових організацій кредитувати нерезидентів та надавати закордонні інвестиції. Хоча Дорожня карта встановлює послідовність пом'якшення валютних обмежень, окремі кроки можуть

бути реалізовані раніше або пізніше, в залежності від умов та потреб економіки, валютного ринку та фінансової системи. Пом'якшення валютних обмежень може відбуватися поступово, з урахуванням різноманітних факторів, що впливають на ефективність його впровадження.

Перехід до більш гнучкого обмінного курсу є стратегічним кроком для НБУ, однак цей процес буде невимушеним та поступовим. Він має беззаперечно базуватися на оцінці макроекономічних умов. На початкових етапах важливо зберегти стабільність курсу для зменшення можливих шоків у суспільстві, що можуть виникнути внаслідок відмови від фіксації обмінного курсу. Формування належних передумов до переходу до більшої гнучкості включатиме пом'якшення деяких валютних обмежень, але збереження інших для забезпечення стійкості курсу. Окрім цього, мінімізація множинності обмінних курсів та збереження контролю за курсовими очікуваннями будуть ключовими факторами у даному напрямку стратегії.

На початкових етапах пом'якшення валютних обмежень та переходу до більшої гнучкості обмінного курсу, облікова ставка Національного банку буде використовуватися як допоміжний інструмент для збереження стабільності курсового режиму та захисту міжнародних резервів. Вона залишатиметься достатньою в реальному вимірі, щоб забезпечити привабливість гривні для збережень, знизити попит на іноземну валюту та зменшити тиск на курс та міжнародні резерви. Для підтримки цієї стратегії, Національний банк планує коригувати операційний дизайн монетарної політики та використовувати інші заходи, зокрема, управління структурною позицією ліквідності банківської системи.

У процесі нормалізації операційного дизайну монетарної політики, Національний банк планує поступово відновлювати проведення основних операцій за обліковою ставкою, а також відновити симетричний коридор процентних ставок

навколо цієї ставки. Цей процес буде синхронізований з циклом зниження облікової ставки. Поступово, облікова ставка буде повертатися до свого статусу основного монетарного інструменту, який буде використовуватися для забезпечення стабільності грошово-кредитного ринку та макроекономічних показників. Крім того, планується повернення до інфляційного таргетування, яке буде виконуватися в тісному взаємозв'язку з пом'якшенням валютних обмежень та переходом до більшої гнучкості обмінного курсу.

Незважаючи на те, що стратегія була опублікована у липні 2023 року, перші кроки щодо її впровадження почали виконуватись за три місяці раніше, коли Національний банк вперше з початку війни змінив операційний дизайн монетарної політики.

До початку повномасштабного вторгнення операційний дизайн монетарної політики характеризувався симетричним коридором навколо облікової ставки: кредити овернайт надавались за ставкою +1% від облікової ставки, а депозитні сертифікати овернайт надавались за ставкою -1% від облікової ставки – рис. 2.10 (період «А»). Найбільше операцій відбувалось за ставкою 14-денних депозитних сертифікатів, які надавались за рівнем облікової ставки НБУ.

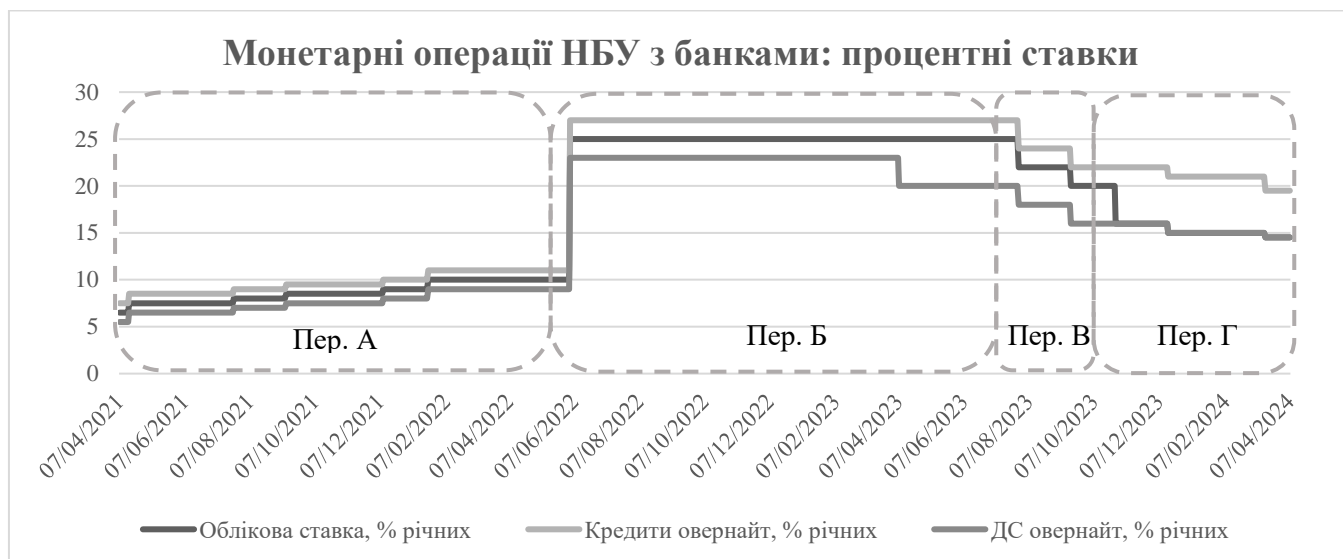


Рисунок 2.10. Монетарні операції НБУ з банками: процентні ставки.
Джерело: складено автором на основі даних [32]

Депозитні сертифікати це боргові цінні папери, що випускаються Національним банком. Мета депозитних сертифікатів – вирішити проблему ліквідності комерційних банків. Якщо комерційний банк залучив багато коштів у урядових, корпоративних чи фізичних клієнтів, але не може використати ці кошти у своїй операційній діяльності, то у банка виникає надлишкова ліквідність. Цю надлишкову ліквідність банк може спрямувати у депозитні сертифікати НБУ (до початку наступного операційного дня), який найчастіше складає 14 днів до початку повномасштабного вторгнення. Для комерційних банків це абсолютно безризиковий механізм використати надлишкові кошти клієнтів, однак ставки за депозитними сертифікатами набагато нижчі, ніж ті, які банк може отримати, надаючи безпосередні кредити.

Для центрального банку цей механізм є важливим елементом монетарної та макропруденційної політики. По-перше, НБУ таким чином забезпечує безперебійні грошові потоки на фінансових ринках, стимулює ділову активність, а інколи може навіть вберегти банк від операційних ризиків. По-друге, за допомогою механізмів

деPOSITНИХ сертифікатів НБУ вилучає надлишкову грошову масу в економіці, не дозволяючи цій масі впливати на стабільність національної валюти.

Важливо розуміти, що в теоретичних засадах сучасної монетарної політики ключова процентна ставка відіграє роль основного індикатору вартості грошей. Однак в українській практиці від початку повномасштабного вторгнення до вересня 2023 року ця ставка великої ролі не відігравала, бо за цією ставкою операції майже не відбувалися.

Насправді, кращим індикатором вартості грошей стала безпосередньо ставка за депозитами овернайт, оскільки саме за цією ставкою здійснюються найбільший обсяг операцій НБУ з банками. До того ж, за ставками депозитного сертифікату овернайт банки здійснюють операції між собою.

Після початку повномасштабного вторгнення, на початку 2022 року операційний дизайн монетарної політики дещо змінився. По-перше, облікова ставка зросла до 25%. До друге, симетричний коридор розширився: кредити овернайт надавались за ставками +2% від облікової ставки, а депозити овернайт надавались за ставками -2% від облікової ставки – рис. 2.10 (Період «Б»). Операції по решті видів депозитних сертифікатів (наприклад, на 14 днів) припинили проводитись.

Наступна зміна відбулась у квітні 2023 року. НБУ адаптував дизайн монетарної політики ввівши тримісчні депозитні сертифікати за ключовою обліковою ставкою, а ставку депозитних сертифікатів овернайт він скоротив на ще 3%. Тепер ставки депозитних сертифікатів овернайт становили 5% нижче ніж облікова ставка. Протягом цього періоду облікова ставка була незмінною – 25%. У такий спосіб НБУ адаптував операційний дизайн монетарної політики за системою «асиметричного коридору». Це сприяло пришвидшенню зростанню ринкових ставок за новими строковими депозитами, сприяло зниженню тиску на валютний курс гривні і дозволило вберегти міжнародні золотовалютні резерви, оскільки роль облікової ставки у ставки банків набувала більшої ваги.

Упродовж 2 кв. та 3 кв. 2023 року перейшов до етапу пом'якшення облікових ставок, оскільки були сприятливі для цього умови. Передусім, темпи інфляції стали знижуватись стрімкіше за прогноз, а також поліпшились інфляційні очікування. По-друге, ставки за строковими депозитами фінансових установ покривав очікувані темпи росту інфляції, а також очікувану зміну обмінного курсу. По-третє, валютний ринок залишався стійким. В останню чергу, у банківській системі були відсутні істотні проблеми, а сам ринок фінансових послуг стабільно працював. Зважаючи на це, НБУ наприкінці липня 2023 року знизив облікову ставку на 3%, до рівня 22%, коридор операційного дизайну монетарної політики змістився автоматично. І вже незабаром, у середині вересня 2023 року НБУ в черговий раз знизив облікову ставку на 2% до рівня 20% - рис. 2.10 (Період «В»).

Наступна суттєва зміна до монетарної політики НБУ відбулась у жовтні 2023 року, коли політика перейшла в режим керованої гнучкості з метою реалізації стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. За новим режимом, офіційний курс буде визначатися на основі курсу за операціями на міжбанківському ринку, що забезпечить більшу адаптивність економіки до змін.

Варто відзначити, що Національний банк збереже контроль над ситуацією на валютному ринку та буде компенсувати структурний дефіцит валюти, згладжуючи курсові зміни. Це забезпечить стійкість фінансової системи та економіки на тлі непередбачуваних викликів, а також сприятиме подальшому розвитку фінансового ринку та економічного зростання.

Операційний дизайн монетарної політики також зазнав унікальних змін. НБУ скоротив облікову ставку на 4% до 16% - рис. 2.10 (Період «Г»), при цьому не змінивши ставки за депозитними сертифікатами овернайт та овернайт кредитів. Як зазначалось вище, більшість операцій банків та НБУ відбувається саме в розрізі депозитних сертифікатів овернайт. Таким чином, вирівнявши облікову ставку до

рівня депозитних сертифікатів овернайт, поверне обліковій ставці статус основного індикатора для короткострокових ринкових ставок.

Система «нижньої межі» операційного дизайну передбачає, що ключова ставка центрального банку визначає процентну ставку за операціями з вилучення ліквідності на термін овернайт, що виступає «нижньою межею» коридору ставок. Така стратегія особливо актуальна у випадках, коли в банківській системі спостерігається значний профіцит ліквідності.

У контексті стратегії пом'якшення валютних обмежень та переходу до більшої гнучкості курсу, Національний банк планує відновити проведення основних операцій з регулювання ліквідності за обліковою ставкою, що допоможе наблизити рівень міжбанківських ставок до цієї ставки. Це зробить облікову ставку більш надійним індикатором вартості грошей та полегшить монетарне управління Національного банку. Крім того, модернізація операційного дизайну з урахуванням системи «нижньої межі» дозволить використовувати додаткові елементи, наприклад, лімітовані тримісячні депозитні сертифікати, що стимулюватимуть банки зберігати гривневі депозити та сприятимуть курсовій стійкості та помірній інфляції.

У період з жовтня 2023 року до квітня 2024 року Національний банк ще двічі знизив облікову ставку. Станом на початок квітня 2024 року облікова ставка склала 14.5%.

Таким чином можна зробити висновок, що принципи діяльності Національного банку залишаються однаковими і під час воєнного стану. Національний банк продовжує слідувати принципу технократичності. Такі елементи політики як зв'язки з громадськістю залишаються в пріоритеті для регулятора. Цілі під час воєнного стану не змінюються, однак доповнюються такими, які притаманні країні, що знаходиться у стані війни.

Основні відмінності полягають у наборі інструментів, які використовує регулятор. У мирний час основний інструмент монетарної політики – ключова процентна ставка, у воєнний період основний інструмент – фіксований обмінний курс (до жовтня 2023 року) та адміністративні обмеження фінансового сектору. Фінансування дефіциту залишається неприпустимим; проте це може бути вимушеним кроком у критичних ситуаціях.

Розуміючи засади діяльності Національного банку під час воєнного стану, розглянемо, як виглядають макроекономічні показники під час воєнного стану, а саме – інфляція, валютні інтервенції НБУ та міжнародні валютні резерви.

З рисунку 2.11 нижче спостерігається, що Національному банку вдалось уникнути неконтрольованої інфляції у 2022 та 2023 роках. Максимальне значення інфляції припало на жовтень 2022 року, коли індекс споживчих цін зріс на 26.6% у порівнянні з попереднім роком. Після цього, завдяки сукупності механізмів монетарної політики, а також завдяки Збройним силам України, інфляція поступово почала скорочуватись. Починаючи з жовтня 2023 року, ІСЦ знаходиться в діапазоні інфляційної цілі.



Рисунок 2.11. Динаміка росту інфляції та цілі з інфляції.
Джерело: складено автором на основі даних [32]

Аналізуючи графік-порівняння (Див. Рис. 2.12) офіційного курсу НБУ та обсягу валютних інтервенцій Національного банку, бачимо, що інтервенції НБУ почалися ще у січні 2022 року – передбачувано внаслідок початку панічних настроїв населення та економічних агентів, що спричинило тиск на валюту. З початку повномасштабного вторгнення, НБУ використав 58,3 млрд. доларів США для здійснення валютних інтервенцій – див. Рис. 2.12 та 2.13. Також помічаємо, що у період з жовтня по грудень 2023 року інтервенції НБУ стрімко зросли – це пов’язано з відповідним сплеском попиту на валюту у відповідь на перехід до режиму керованої гнучкості. У грудні 2023 року також спостерігається зростання інтервенцій НБУ, що регулятор пояснює активізацією бюджетних видатків наприкінці року. Вже у першому кварталі шум інтервенцій повернувся до його природного рівня. Регулятор пояснює обґрунтовує збільшення інтервенцій у зв’язку зі збільшенням попиту аграрного сектору на іноземні валюти.

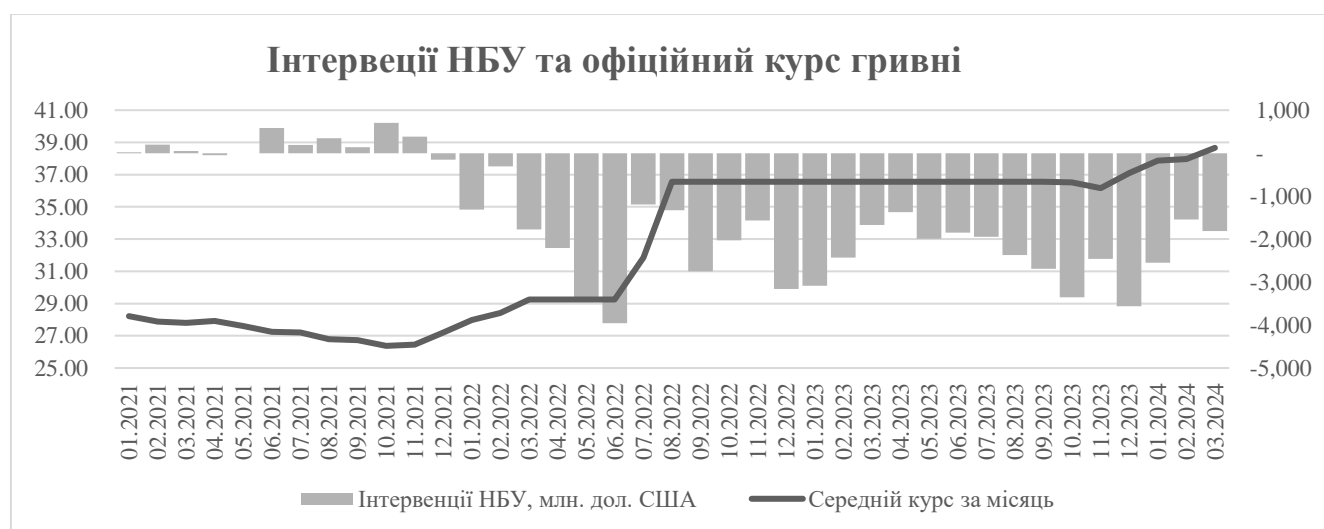


Рисунок 2.12. – Інтервенції НБУ та офіційний курс гривні.

Джерело: складено автором на основі даних [32]

На початку воєнного стану накопичені чисті резерви Національного банку склали 19 млрд. дол. США. Оскільки цієї суми не вистачило б для фіксації обмінного курсу, міжнародні резерви поповнювалися допомогою партнерів. На рис.

2.13 також спостерігається, що не зважаючи на значні інтервенції, у період 4 кв. 2023 року, обсяг чистих міжнародних валютних резервів залишається стабільним та високим, передусім за рахунок міжнародної допомоги та ефективної політики НБУ.



Рисунок 2.13. Чисті міжнародні резерви, млрд. дол. США.
Джерело: складено автором на основі даних [32]

Лева частка збільшення міжнародних резервів відбулася безпосередньо за рахунок міжнародної допомоги. За перселізом НБУ, на валютні рахунки НБУ упродовж 2023 року надійшло близько 42,7 млрд дол. США [33].

Окрім міжнародної підтримки Україна поповнювала міжнародні резерви за рахунок розміщення ОВДП. За даними Національного банку з початку війни Україна залучила близько 938 млрд. грн. від продажу ОВДП. З них, 623 млрд. грн – від продажу гривневих ОВДП, 6,4 млрд дол. США від продажу доларових ОВДП та 2,2 млрд. євро від продажу єврових ОВДП [34].

Станом на 07.04.2024 в обігу знаходиться ОВДП на суму 1,621 млрд. грн., 680 млрд. із них знаходяться у володінні Національного банку України, що на 350 млрд. більше ніж на початок вторгнення – див. Рис. 2.14. Також спостерігається, що

частка ОВДП у населення та юридичних осіб поступово зростає. З початку повномасштабного вторгнення ця категорія подвоїла свій портфель ОВДП.



Рисунок 2.14 ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю, млн. грн.

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Таким чином бачимо, що НБУ та уряд ведуть ефективну роботу із залучення коштів до міжнародних резервів та бюджету України (оскільки частина ОВДП використовується також на поповнення бюджету).

Слід також зауважити, що впродовж останніх п'яти місяців чисті витрати на здійснення інтервенцій зменшилися. З грудня 2023 по березень 2024 року середні місячні інтервенції склали 2,4 млрд. дол. США. Таким чином, можна розраховувати, що, за умови відсутності нових шоків до національної валюти, за наявності поточних чистих резервів, НБУ зможе здійснювати інтервенції ще 10,5 місяців, враховуючи, що розмір інтервенцій не зменшиться. Однак сезонність валютних коливань може скоротити цей період, оскільки експортна виручка в Україну, як правило, надходить навесні, коли ціни на зернові культури найвищі. Власне, за відсутності експортної виручки, різниця між попитом і пропозицією буде вищою й інтервенції потенційно можуть набути більших масштабів. Проаналізувавши дані

щодо середніх розмірів інтервенцій (Див. Таблицю 2.2.) протягом останніх 10 років, бачимо, що середній розмір інтервенцій у I, II, та IV кварталах дійсно від’ємний.

Таблиця 2.2. Середня сума інтервенцій, млрд. дол. США (2012-2021)

<i>Період</i>	<i>Середня сума інтервенцій, млрд. дол. США (2012-2021)</i>
Кв. 1	-0,19
Кв. 2	0,22
Кв. 3	-0,12
Кв. 4	-0,15

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Підсумовуючи, слід зауважити, що ситуація з міжнародними резервами поки що не виглядає критичною, але за найгіршого сценарію, який передбачає повну відсутність нової допомоги партнерів, в Україні залишається резервів на підтримку фіксованого курсу не більше ніж на 10 наступних місяців. За умови, що середньомісячні витрати на інтервенції будуть на рівні останніх п’яти місяців, а саме – 2,3 млрд. дол. США. У зв’язку з частковим відходом від фіксованого валютного курсу, інтервенції НБУ потенційно можуть скоротитись, однак період для аналізу цієї гіпотези поки що закорткий.

Другим важливим інструментом монетарної політики Національного банку стали адміністративні обмеження Національного банку. Такі обмеження здебільшого стосувались обмежень на операції на валютному ринку. Проаналізувавши характер таких обмежень, можна стверджувати, що їх головна мета – стримати відтік іноземної валюти з України та зростання реального курсу долара до гривні. Аналіз найбільш суттєвих обмежень, які були введені Національним банком після початку повномасштабного вторгнення, виконаний нижче.

У перший день російського вторгнення, одразу після запровадження урядом України воєнного стану, Національний банк України оприлюднив постанову Правління НБУ від 24 лютого 2022 року №18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» [25]. Упродовж періоду з початку вторгнення до дати дослідження – квітень 2024 року, ця постанова неодноразово доповнювалася і змінювалася та стала основним нормативно-правовим документом, який окреслює адміністративні обмеження, введені Національним банком.

Загалом, обмеження в даній Постанові можна поділити на дві категорії – обмеження для фізичних осіб та обмеження для підприємств.

Більша частина обмежень стосується фізичних осіб. До таких обмежень входять такі:

- Обмеження на зняття готівки з поточних рахунків.
 - З початком воєнного стану НБУ встановив два основні обмеження на зняття готівки з поточних рахунків. Перше обмеження стосувалося зняття готівки з рахунків у національній валюті. Друге обмеження стосувалося зняття готівки з рахунків в іноземній валюті. Стосовного першого виду обмеження – від 24 лютого 2022 року НБУ встановив ліміт на зняття готівки у 100 тисяч гривень. Цей ліміт діє включно по квітень 2024 року.
 - Друге обмеження мало таку динаміку. З початком воєнного стану НБУ ввів повну заборону на зняття готівки з рахунків в іноземній валюті. У зміні до Постанови від 04.03.2022 регулятор дозволив зняття готівки в розмірі до 30 тисяч гривень на день. А зміною від 21.03.2022 НБУ встановив ліміт у розмірі 100 тисяч гривень на день, який діяв по квітень 2024 року.

- Встановлення таких обмежень було спричинено потенційними ризиками спустошення готівкових залишків банку внаслідок напливу охочих зняти готівку.
- Обмеження на зняття готівки з гривневих рахунків за кордоном.
 - З початку воєнного стану обмежень щодо зняття готівки за кордоном з гривневих рахунків в українських комерційних банків не було, оскільки широких масштабів набула міграція українських переселенців у країни Європейського Союзу, яким потрібен був доступ до готівкових коштів в іноземній валюті. Однак з 21 березня 2022 року НБУ ввів перше обмеження на зняття готівки за кордоном – встановився ліміт у сумі 100 тисяч гривень на місяць. Встановлення такого ліміту покликане було запобігти виведенню капіталу за кордон [26]. Через місяць, 20 травня 2022 року Національний банк оновив дане обмеження, знизивши ліміт до 50 тисяч гривень на місяць. Остання зміна до даного виду обмеження сталась 21.07.2022, коли НБУ постановив, що ліміт встановлено у розмірі 12,5 тисяч гривень на тиждень.
 - Цілком імовірно, що останнє обмеження викликане вже не лише потребою запобігти виведенню капіталу з України, а й необхідністю запобігти операціям зі зняття валюти за кордоном та перепродажем її на тіньовому ринку України. Під час деяких брифінгів для преси, Національний банк називав таку поведінку «спекулятивною поведінкою учасників ринку».
- Обмеження на грошові перекази фізичних осіб на картки фізичних осіб за кордон (P2P перекази).
 - На початку воєнного стану не було обмежень щодо ліміту транскордонних переказів з рахунків фізичних осіб на рахунки фізичних осіб. 21 березня 2022 року НБУ ввів перше обмеження, що встановлювало ліміт на такі перекази у розмірі 100 тисяч гривень (для

рахунків, що відкриті в іноземних валютах) на місяць. Дане обмеження діяло станом на квітень 2024 року.

- Що цікаво, обмеження поширювалося не лише на банківські перекази, але й на такі перекази, що належать до операцій «квзікеш» – операції з переказу коштів, що передбачають конвертацією у тимчасовий актив. Прикладом операцій квзікеш є купівля криптовалют та подальші криптовалютні переказів.
- Наступне оновлення відбулось 21 липня 2022 року, коли в межах оновлення Постанови НБУ дозволив банкам здійснювати транскордонні P2P транзакції (з рахунків, що відкриті в національній валюті) на суму до 30 тисяч гривень на місяць. Однак 29 вересня 2022 року НБУ скасував дане обмеження, заборонивши здійснювати перекази даного виду.
- Обмеження на купівлю іноземної валюти в комерційних банках (через касу).
 - З початку воєнного стану НБУ заборонив комерційним банкам продавати іноземну валюту фізичним особам. Заборону зняли 14 квітня 2022 року. Однак, встановлювалось обмеження для банку – банки могли продавати лише різницю (якщо вона не від’ємна) між купленою та проданою готівковою іноземною валютою, починаючи з 13 квітня 2022 року. Окрім цього, цією ж зміною до Постанови встановлювались обмеження до курсу продажу валюти – курс продажу не міг відхилитися більше ніж на 10% від офіційного курсу НБУ. Однак у червні 2022 року НБУ прибрав обмеження щодо курсу, який банк може використовувати для продажу валюти.
 - У липні 2022 року дане обмеження послабилось – банкам тепер дозволялося продавати не лише перевищення купленої готівкової іноземної валюти над проданою, а й 50% від загального обсягу купленої безготівкової іноземної валюти. У вересні 2022 року НБУ знову

послабив останнє обмеження й дозволив банкам продавати вже 100% від загального обсягу купленої безготівкової іноземної валюти.

- З 1 грудня 2023 року НБУ у зв'язку з стратегією пом'якшення валютних обмежень, скасував будь-які обмеження на продаж валюти через касу.
- Обмеження на купівлю іноземної валюти в комерційних банках (онлайн).
 - Варто наголосити, що купівля безготівкової валюти в Україні заборонена з початку воєнного стану по період даного дослідження – квітень 2023 р. Однак, є певна адаптація купівлі іноземної валюти, що розглядається нижче.
 - Після введення воєнного стану НБУ заборонив купувати валюту онлайн (використовуючи онлайн-банкінг). Однак 21 липня 2022 року комерційним банкам дозволили продавати безготівкову іноземну валюту фізичним особам у доволі специфічній формі. Ліміт продажу безготівкової валюти встановився у розмірі 50 тисяч гривень на місяць. Однак при купівлі безготівкової валюти, вона автоматично має потрапляти на строковий депозит терміном у 3 місяці без можливості дострокового розірвання. До того ж, по завершенню строку депозиту, куплена валюта мала зворотно продаватись за курсом на дату продажу.
 - 29 вересня 2022 року Національний банк збільшив ліміт з 50 тисяч до 100 тисяч гривень, не змінюючи інші умови.
 - Однак, у жовтні 2022 року НБУ постановив, що банки можуть продавати іноземну валюту без обмежень фізичній особі за умови, що строк розміщення грошей на депозиті становитиме не три, а шість календарних місяців, зі збереженням умови зворотного викупу купленої валюти фізичною особою.
 - У серпні 2023 року НБУ зняв обмеження щодо зобов'язання класти куплену безготівкову валюту на депозити. Відтоді банки змогли продавати населенню безготівкову валюту у розмірі до 50 тис. грн. на

місяць. До того ж, НБУ збільшив ліміт купівлі безготівкової валюти з вимогою покладання її на депозит зі 100 тис. грн. до 200 тис. грн.

Підсумовуючи, слід зазначити, що обмеження Національного банку включають у себе заходи з обмеження доступу фізичних осіб до купівлі іноземної валюти та виведення капіталу з України. Проаналізувавши обмеження, можна зробити такі висновки. Найбільш тяжкі обмеження діяли у перший місяць війни – повна заборона купівлі валюти, обмеження щодо міжнародних переказів, заборона зняття готівки з рахунків у іноземній валюті. Поступово ці обмеження або послаблювались або скасовувались.

Однак обмеження стосовно виводу капіталу за кордон поступово посилювались. У перші місяці війни НБУ зважав на масову міграцію з України вимушених переселенців. Оскільки цим людям потрібен був доступ до грошей за кордоном, то НБУ не забороняв вільні транскордонні перекази між фізичними особами, а також не обмежувалася можливість зняття готівки за кордоном. Однак з часом, для запобігання спекулятивної поведінки та нецільового виводу коштів, регулятор ввів певні обмеження.

Таким чином, станом на квітень 2024 року обмеження, що стосуються операцій на валютному ринку – більш слабкі, ніж на початку вторгнення. Це пом'якшення відбувається у ході реалізації стратегії з валютного пом'якшення. А обмеження стосовно виводу капіталу – більш жорсткі, ніж були на початку вторгнення.

Таблиця 2.3. Динаміка обмежень національного банку для фізичних осіб

Обмеження Дата	Зняття готівки	Зняття готівки за кордоном	Транскордонні перекази між фіз. особами	Купівля валюти ін.
-------------------	-------------------	-------------------------------------	---	--------------------------

24.02.2022	Ліміт - 100 тис. грн./день (для грн); Повна заборона для іноземної валюти	Без обмежень	Без обмежень	Повна заборона
04.03.2022	Ліміт - 30 тис. грн./день (лише для іноземної валюти)	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
21.03.2022	Ліміт - 100 тис. грн./день (лише для іноземної валюти)	Ліміт - 100 тис. грн./міс	Ліміт - 100 тис. грн./міс (лише для вал. рахунків)	<i>Без змін</i>
20.05.2022	Без змін	Ліміт - 50 тис. грн./міс	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
21.07.2022	<i>Без змін</i>	Ліміт - 12.5 тис. грн./тиж.	Ліміт - 30 тис. грн./міс (для грн. рахунків)	Купівля іноземної валюти на депозит - 50 тис. грн. / 3 місяці строк
29.09.2022	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	Заборона на переказ з гривневих рахунків.	Купівля іноземної валюти на депозит - 100 тис. грн. / 3 місяці строк

Квітень 2023	Ліміт - 100 тис. грн./день (для грн. та іноземної валюти)	Ліміт - 12.5 тис. грн./тиж.	Ліміт - 100 тис. грн./міс (лише для вал. рахунків) Заборона переказу з гривневого рахунку.	Можливість купівлі іноземної валюти на депозит - 100 тис. грн. / 3 місяці строк.
28.08.2023	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	Знято обмеження обов'язковості депозиту при купівлі безготівкової валюти. Ліміт – 50 тис. грн / місяць. Збільшено ліміт купівлі валюти з подальшим розміщенням на депозит – 200 тис. грн / 3 місяці.
30.11.2023	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	Знято усі обмеження на продаж готівкової валюти.
Квітень 2024	Ліміт - 100 тис. грн./день (для грн. та іноземної валюти)	Ліміт - 12.5 тис. грн./тиж.	Ліміт - 100 тис. грн./міс (лише для вал. рахунків)	Знято усі обмеження на

	іноземної валюти)		рахунків) Заборона переказу гривневого рахунку.	продаж готівкової валюти. Дозволяється купівля безготівкової іноземної валюти на суму до 50 тис. грн. на місяць Можливість купівлі іноземної валюти з подальшим розміщенням на депозит - 200 тис. грн. / 3 місяці строк.
--	-------------------	--	--	--

Джерело: складено автором на основі даних [25]

Для юридичних осіб суттєвими є такі обмеження:

- Обмеження щодо оплати імпортованих товарів.
 - o На початку вторгнення, Постановою Національного банку було заборонено підприємствам здійснювати оплату за імпортовані товари, які не були товарами критичного імпорту: нафта, лікарські засоби, медичні товари, зернові, овочі, верстати, насоси, труби та інші промислові товари. Повний перелік товарів затверджений Постановою КМУ №153 від 24.02.2022 «Про окремі питання щодо забезпечення здійснення імпорту». Таким чином, банки вимагали від підприємств рахунки та специфікації, що визначали, чи вважається платіжна інструкція оплатою за критичні товари. Згодом, перелік товарів, що

входив до переліку Постанови КМУ №153, збільшувався. Станом на квітень 2024 року за різними оцінками, підприємства можуть здійснювати оплату за всі товари та за 50% всіх видів послуг.

- Обмеження щодо строку погашення заборгованості по експортно-імпортним операціям.
 - Зміною до Постанови №18 від 04.04.2022 НБУ також ввів обмеження на граничні строки розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів. З дати оновлення цей строк складав 90 днів (за операції, що здійснювались після 5 квітня 2022 року). 7 червня 2022 року НБУ подовжив строк до 120 днів, а через місяць – 7 липня 2023 р. строк продовжився ще на 60 днів і складав 180 календарних днів. Дане обмеження діє станом на квітень 2024 року.
- Обмеження щодо погашення боргів перед іноземними установами.
 - З метою запобігання виведенню капіталу з України шляхом кредитування українського підприємства в іноземній валюті нерезидентом, Національний банк з початку війни заборонив здійснювати перекази для погашення тіла кредиту та процентів по ньому. Однак зміною до Постанови від 02.09.2022 НБУ дозволив компаніям погашати відсотки по нерезидентським кредитам, використовуючи іноземну валюту. Проте, сума процентів, яку можна перерахувати – це лише ті проценти, які було нараховано у період з 24 лютого 2022 року по 10 серпня 2022 року. Безпосередньо сама оплата протягом одного місяця не мала перевищувати 1/5 від тієї суми, що була нарахована протягом періоду з 24 лютого по 10 серпня 2022 року.
 - З 21 червня 2024 року НБУ пом'якшив дане обмеження, дозволивши резидентами обслуговувати кредити, які надходять з-за кордону після 20 червня 2024 року. Однак максимальна процентна ставка за кредитами не має перевищувати 12%, а строк – не більше трьох років.

Перекази за дострокове погашення не дозволяється. Це обмеження діє станом на квітень 2024 року.

- Обмеження щодо переказів, здійснених в іноземній валюті, на користь філій чи структурних підрозділів.
 - o Також з метою запобігання виведенню капіталу з України шляхом фінансування структурних підрозділів/філій українського підприємства, які знаходяться за межами України, НБУ заборонив такого роду фінансування та перекази. Обмеження було знято лише 20 вересня 2022 року.

Підбиваючи підсумки, слід зазначити, що обмеження для юридичних осіб більше стосувалися обмеження руху капіталу, а не операцій на валютному ринку (купівля-продаж валюти). У перші дні війни підприємствам заборонялось оплачувати некритичні товари, неможливо було перерахувати кошти за кредитами, відсотками по кредитах, неможливо було перераховувати кошти на рахунки структурних підрозділів та філій. Ближче до початку 4 кварталу 2022 року обмеження послабились і підприємства мали змогу більш вільно рухати капітали за кордон.

Загалом, динаміка змін представлена на таблицях 2.3 та 2.4.

Таблиця 2.4. Динаміка обмежень національного банку для підприємств

Обмеження \ Дата	Оплата імпорту	Строк погашення	Погашення боргів	Перекази у іноземній валюті філіям
24.02.2022	Заборона, окрім	Без обмежень	Повна заборона	Повна заборона

	критичного імпорту			
04.03.2022	Поступове збільшення переліку	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
04.04.2022	<i>Без змін</i>	90 днів	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
07.06.2022	<i>Без змін</i>	120 днів	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
07.07.2022	<i>Без змін</i>	180 днів	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>
29.09.2022	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	Можлива виплата відсотків	Можливі перекази на користь філій
Квітень 2023	Без обмежень на товари. Деякі обмеження на послуги.	180 днів	Можлива виплата відсотків	Можливі перекази на користь філій
21.06.2023	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	Дозволяється погашати відсотки за кредити, що були отримані після 20 червня 23 року. Максимальна річна ставка – 12%, термін – 3 роки.	<i>Без змін</i>
30.11.2023	Розширено перелік послуг	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>	<i>Без змін</i>

Квітень 2024	Без обмежень на товари. Деякі обмеження на послуги.	180 днів	Оплата % за кредити, що отримані після 20 червня 2023 року.	Можливі перекази на користь філій
--------------	---	----------	---	-----------------------------------

Джерело: складено автором на основі даних [25]

На Рисунку 2.15 нижче представлені операції на безготівковому валютному ринку. Чітко простежується динаміка змін в операціях на валютному ринку разом зі змінами в Постанові №18. Наприклад, на рисунку видно різке падіння 24 лютого 2022 року, у зв'язку з обмеженням доступу до безготівкового ринку фізичним особам. Окрім цього, чітко спостерігається, що у 20-х числах липня 2022 року спостерігались пікові обсяги купівлі та продажу. Це пов'язано з тим, що 21.07.2022 НБУ змінив офіційний курс гривні до долара, після чого чимало юридичних осіб продали свої накопичені гривні за вищим офіційним курсом. Продаж як готівкової, так і безготівкової валюти не заборонявся.



Рисунок 2.15. Операції на безготівковому ринку (усі учасники).

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Порівнюючи середньодобові обсяги купівлі-продажу безготівкових коштів у період з 16.04.2022 по 24.02.2022 і з 24.02.2022 по 04.04.2023 можна помітити, що середній обсяг купівлі скоротився на 44%, а середній обсяг продажу – на 68% - див. Таблицю 2.5.

Таблиця 2.5. Порівняння середнього обсягу попиту та пропозиції на валютному ринку

Період	16.04.2020 – 24.02.2022	24.02.2022 – 16.05.2022	Абсолютна різниця (млн. дол. США)	Зміна, %
Середній обсяг купівлі (млн. дол.)	336	234	(102)	-44%
Середній обсяг продажу (млн. дол.)	330	196	(134)	-68%

Джерело: складено автором на основі даних [32]

З розрахунків спостерігається, що обсяг торгів на валютному ринку скоротився на понад 50%. Для Національного банку скорочення операцій на валютному ринку вигідно тим, що таким чином, обсяг різниці між попитом (який доволі сильно перевищує пропозицію) і пропозицією на ринку стає також нижчим, що дозволяє НБУ робити менші за обсягом інтервенції.

Спираючись на результатах аналізу, монетарна політика НБУ була ефективною. З точки зору забезпечення стабільності гривні, НБУ показав ефективну діяльність – у часи значного перевищення попиту на гривню, НБУ використав одночасно два механізми – підняття фіксованого курсу, а також використання механізму валютних інтервенцій. Це дало змогу стабілізувати попит на ринку та балансувати фіксований курс.

Щоб дослідити ефективність заходів НБУ з утриманням руху капіталу, варто звернутись до статистики платіжного балансу України, яку публікує Національний банк. Платіжний баланс не менш важливий ніж курс гривні до долара США, оскільки дефіцит платіжного балансу означає чистий відтік валюти з України, що впливає на девальвацію гривні. Тривалий дефіцит поточного рахунку, за відсутності плаваючого валютного курсу, падаючого імпорту чи зростаючого експорту, покривається за рахунок резервів Національного банку. Отож, платіжний баланс створює додаткове навантаження на можливість Національного банку тримати фіксований курс гривні. Таким чином, мета НБУ не лише обмежувати купівлю-продаж іноземної валюти, а й обмежувати сам транскордонний рух валюти.



Рисунок 2.16. Виплати у частині «Дохід від інвестицій» платіжного балансу України. Джерело: складено автором на основі даних [32]

Аналізуючи виплати по «доходам від інвестицій» бачимо, що історично, з України йшло багато валюти у формі дивідендів, відсотків та ренти. Однак із заборонаю НБУ на здійснення таких форм виплат за кордон, ця частина платіжного балансу зменшилася. Для порівняння, середні виплати за інвестиціями на місяць у 2021 році становили 1,651 млн. дол. США, у 2022 році середні виплати склали 392

млн. дол. США на місяць, тобто спостерігалось 76% зменшення виплат, що зменшило навантаження на бюджет. Однак у 2023 середньомісячні виплати збільшились до 583 млн. дол. США – див. Рис. 2.17.

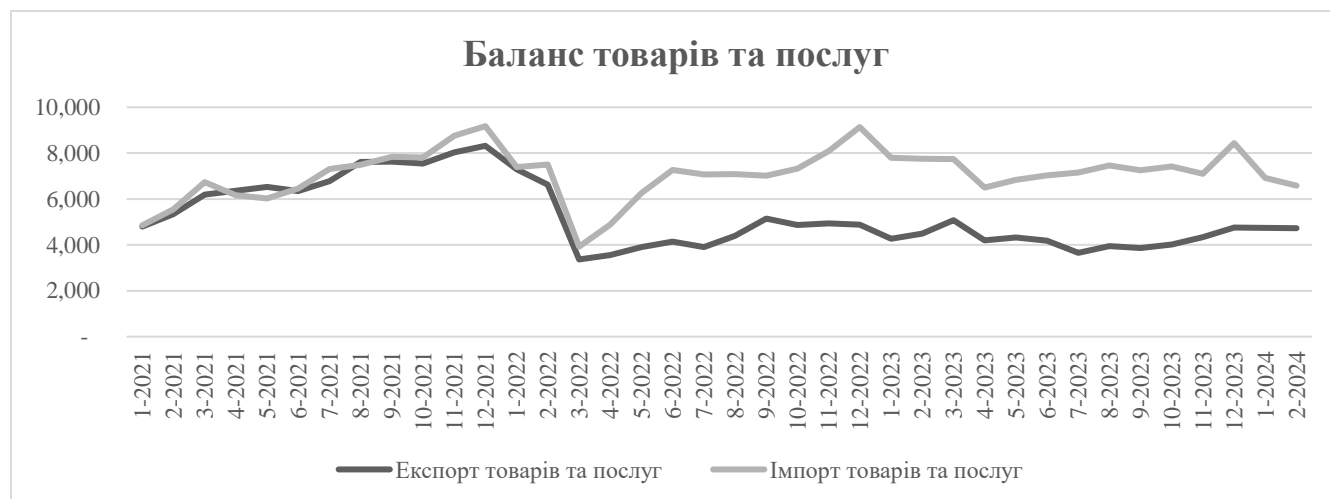


Рисунок 2.17. Баланс товарів та послуг, млн. дол. США.
Джерело: складено автором на основі даних [32]

Аналізуючи баланс товарів та послуг, спостерігається менш приваблива картина. Регулятору та уряду не вдалося втримати малий розрив між експортом та імпортом товарів та послуг через суттєве скорочення експорту і збільшення необхідності більше імпортувати – Рис. 2.18.



Рисунок 2.18. Прямі інвестиції (сальдо) в Україну.

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Досліджуючи прямі іноземні інвестиції, також спостерігається суттєве зменшення відтоку інвестицій за рахунок обмежень Національного банку у 2022 році. Однак через пом'якшені валютні обмеження упродовж 2023 року юридичним особам поступово дозволялося виводити капітал за кордон, що викликало зростання чистого витоку інвестицій.

І наостанок, протягом війни спостерігається значне нагромадження готівкової іноземної валюти, що зберігається поза банками. Порівнюючи з мирним часом, нагромадження іноземної валюти значно більші. Окрім цього, валюта поза банками лише зростає, що вказує на продовження панічних настроїв у суспільстві. Суттєве зростання спостерігається з початком липня 2023 року, відколи НБУ зняв усі обмеження на продаж готівкової валюти населенню.



Рисунок 2.19. Готівкова валюта поза банками.

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Висновки до розділу 2

У даному розділі було проаналізовано економіку України до початку повномасштабного вторгнення, монетарну політику НБУ до та під час війни, а також проаналізовано Інфляційний звіт із метою оцінки подальшого вектору руху монетарної політики регулятора.

У першій частині зазначалось, що економіка була малорозвиненою, порівнюючи з іншими країнами-сусідами. Причини такого повільного розвитку, за великим рахунком, — політична нестабільність, зовнішні шоки та системна корупція всередині вищих органів влади.

До початку вторгнення Україна була найбіднішою країною в Європі з показником ВВП на душу населення у розмірі 4,836 доларів США. Чисті зовнішні прямі інвестиції набули максимуму у 2008 році, після чого розпочалася світова криза і ЧЗВ не повернулися до їх історичного максимуму. Кожного разу цей показник наближався ближче до максимуму. У 2014 році ставалася ще одна криза – анексія Криму, Донецької та Луганської областей, у 2020 році – пандемія Covid-2019, у 2022 році — повномасштабна війна. В Україні історично імпорт переважає експорт. Однак експортує Україна як товари, так і послуги. До експортованих товарів належать зернові та метали, до експорту послуг – послуги з транспортування газу та ІТ-рішень. Загальний обсяг експорту у 2021 році становив 81 млрд. дол. США. До того ж, реальний ВВП України з 2016 року зростав у середньому на 21% на рік.

Не в останню чергу така позитивна тенденція відбувалася за рахунок Національного банку України, який як здійснював, так і продовжує здійснювати колосальну роботу щодо забезпечення стабільності гривні та сприяттні фінансової стабільності. Інфляція протягом останніх восьми років (із впровадженням механізму інфляційного таргетування) не перевищувала 14%, в 2020 році й досягла

мінімуму – 3%. Плаваючий курс гривні з 2016 до початку 2022 року стабільно тримався в діапазоні від 24 до 26 гривень. Довіра до Національного банку росла, що сприяло ефективності трансмісійного механізму, який активно розвивав та покращував Національний банк.

Врешті-решт, після початку повномасштабного вторгнення, Національний банк був готовий до зміни монетарної політики. Головним пріоритетом під час війни також залишалося забезпечення стабільності грошової одиниці України. Однак, НБУ припинив використовувати механізм інфляційного таргетування і натомість зафіксував курс гривні до долара США з метою стабілізації інфляційних очікувань. Таким чином, під час воєнного стану основним інструментом монетарної політики став фіксований обмінний курс, який замінив ключову процентну ставку. Додатковим інструментом стали адміністративні обмеження. Оскільки панічні настрої можуть спричинити значні коливання на валютному ринку, а коливання на валютному ринку можуть дорого обійтись регулятору, то НБУ запровадив обмеження на продаж та рух валюти. Це допомогло стримати панічні настрої, не спустошивши міжнародні резерви України. Однак, національна економіка України не здатна наразі підтримувати обороноздатність країни, тому значну частину міжнародних резервів поповнюють країни-партнери.

Проте у квітні 2023 року НБУ розпочав стратегію пом'якшення валютних обмежень. Від цього змінився операційний дизайн монетарної політики, який набув форму системи нижньої межі. Окрім цього, облікова ставка, а також ставки за депозитами овернайт суттєво скоротились протягом 2023 року, що сприяло поліпшенню тиску на інфляцію та обмінний курс гривні. Врешті-решт, у жовтні 2023 року НБУ перейшов від політики фіксованого обмінного курсу до гнучкого керованого обмінного курсу, що передбачає ринкове виникнення обмінного курсу, однак суттєві коливання буде покривати НБУ.

Врешті-решт, у 2023 році також пом'якшали і валютні обмеження для бізнесу і населення. У бізнесу стало більше можливостей взаємодіяти з іноземними фінансовими установами, а населенню, з грудня 2023 року дозволяється купувати безготівкову валюту, з певними обмеженнями.

Динаміка макроекономічних показників залишається задовільною – інфляція у першому кварталі 2024 року вперше за останні три роки наблизилась до цілі. Національний банк успішно виконав відпуск валюти, зберігши при цьому нагромаджені валютні резерви.

РОЗДІЛ 3: ДОСЛІДЖЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ МОНЕТАРНО-ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ ПІД ЧАС ВІЙНИ.

3.1 Особливості нової моделі трансмісійного механізму Національного банку України в період війни

У цьому розділі наукової роботи досліджується ефективність монетарного трансмісійного механізму у період воєнного стану, що охоплює період з лютого 2022 року до лютого 2024 року.

З початком воєнного стану, монетарна політика зазнала чимало змін, що були окреслені у розділі вище. Насамперед, основні зміни стосувались переходу від режиму інфляційного таргетування до режиму фіксації обмінного курсу. Новий режим характеризувався директивно встановленим обмінним курсом гривні до долара, адміністративним обмеженням операцій на валютному і грошовому ринку, а також переходом на політику «дорогих» грошей. Причина зміни режиму – забезпечення стабільності національної грошової одиниці та придушення неконтрольованих темпів росту інфляції. Однак підґрунтя такого переходу полягає в припущенні, що режим інфляційного таргетування втрачає свою ефективність у кризових ситуаціях.

У жовтні 2023 року НБУ скасував фіксований обмінний курс, перевівши монетарну політику у режим керованої гнучкості обмінного курсу, що є одним з кроків реалізації Стратегії пом'якшення валютних обмежень, кінцева мета якої – повернення до довоєнної політики інфляційного таргетування.

Беззаперечно, монетарний трансмісійний механізм не втрачав своєї важливості навіть з переходом на інший монетарний режим. Головне завдання НБУ – забезпечення стабільності грошової одиниці. Це завдання враховує в собі ряд

комплексних заходів із забезпечення стабільності в багатьох каналах економіки, які впливають на стабільність споживчої інфляції.

Насамперед, НБУ виділяє наступні канали через які забезпечується стабільність грошової одиниці – процентний канал, кредитний канал, канал обмінного курсу, канал активів та канал інфляційних очікувань. У сукупності, ці канали складають монетарний трансмісійний механізм.

Ефективність цих каналів оцінюється в швидкості, якості та передбачуваності реакцій, що спостерігаються в них внаслідок змін важелів впливу, що є у розпорядження регулятора, що переважно складаються з ключової процентної ставки та адміністративних обмежень.

У цьому підрозділі основний фокус здійснюється на економетричному аналізі першого етапу монетарного трансмісійного механізму, а саме – впливу монетарних рішень на індикатори фінансових ринків. Детальні аналізується процентний канал та канал обмінного курсу, оскільки вони найбільше розвинені серед інших каналів. Решту каналів МТМ проаналізовано на узагальненому теоретичному рівні.

Важливість трансмісії від зміни процентної ставки регулятора до зміни ставки за споживчими кредитами достатньо висока. У базовому розумінні, НБУ під час прийняття рішення щодо встановлення рівня облікової ставки керується припущенням, що збільшуючи процентну ставку – призведе до сукупного заощадження учасників ринку. По-перше, збільшення ставки кредитування призведе до збільшення ставок на міжбанківському ринку. Оскільки перша альтернатива позичання у центрального банку – це позичання у інших комерційних банків. По-друге, збільшення ставок позичання на міжбанківському ринку впливає у збільшенні ставок позичання на споживчих ринках. По-третє, збільшення ставок позичання природньо впливатиме у збільшення дохідності ощадних інструментів, оскільки ринок адаптується до оновлених кривих попиту та пропозиції. Саме таким чином, для потенційного кінцевого споживача позики кредитні ресурси стають

дорожчими і раціональне рішення, що з цього випливає – заощаджувати. Унаслідок збільшення сукупного рівня заощаджень в економіці – підприємства та домогосподарства скорочують свій рівень витрат, що скорочує сукупний попит в економіці, що врешті-решт скорочує інфляцію.

Таким чином, процентний канал потенційно може мати великий вплив на скорочення інфляції. Однак НБУ у своїй діяльності має покладатись на факт того, що комерційні банки будуть керуватись змінами у монетарних рішеннях. Передусім, центральний розраховує на три зміни, що можуть стати внаслідок зміни ключової процентної ставки: а) швидкість реагування – оптимальним буде швидка адаптація грошового ринку до зміни облікової ставки; б) абсолютність реагування – регулятор розраховує, що причина зміни ставок на грошовому ринку – єдина, тобто – зміна облікової ставки. Неоптимальним буде, якщо зміна в ставок на грошовому ринку буде пояснюватись іншими факторами; і насамперед в) паритетність реагування – безперечно, позитивним вважатиметься швидка та абсолютна зміна ставки. Однак, якщо вплив зміни процентної ставки непропорційний до зміни ставок на кредитному ринку, то сподіватись на ефективність цього каналу також марно.

Підсумовуючи – оптимальний механізм трансмісії у процентному каналі – ставки на грошовому ринку адаптуються швидко, зміни у рівнях ставки на грошовому ринку переважно залежать від зміни у облікової ставки, а також – зміна ставок на грошовому ринку паритетна до зміни ключової процентної ставки.

Для економетричного моделювання даного каналу МТМ найкраще підходить авторегресійна модель розподілених лагів (ARDL). Даний вид економетричної моделі був обраний через те, що ARDL-моделі мають перевагу, яка полягає в можливості включати змінні з динамічними рядами, що є стаціонарними у рівнях $I(0)$ або в перших різницях $I(1)$. Це значно розширює можливості моделювання, оскільки більшість макроекономічних змінних є нестаціонарними у рівнях. І друга

перевага моделі – можливість виявляти довгострокові зв’язки на відносно коротких часових термінах динамічного ряду – період спостережень охоплює тижневі дані з 22 лютого 2022 року по 23 лютого 2024 року.

У загальному вигляді модель ARDL (p, q) з однією екзогенною можна представити як:

$$y_t = \sum_{i=1}^p a_i y_{t-i} + \sum_{i=0}^q b_i x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

де

a_i та b_i – коефіцієнти, що пов’язані з лінійним трендом.

y_t – залежна змінна.

y_{t-i} – лагове значення залежної змінної.

x_{t-i} – динамічний регресор (лагове значення незалежної змінної).

ε_t – випадкові величини.

У нашому випадку значення залежної змінної – короткострокові кредитні ставки (y) (у моделі цей динамічний ряд позначається як ST_LOANS), оскільки аналізуючи кредитний ринок України за останні 5 років, спостерігається тенденція, що саме короткострокові кредити складають найбільшу частку в секторі споживчого кредитування – Таблиця 3.1.

Таблиця 3.1. Частка короткострокових кредитів у сукупній вартості наданих кредитів

Рік	Частка
2018	81%
2019	80%
2020	76%
2021	79%
2022	70%
Січень та лютий 2023	66%

Джерело: складено автором на основі даних [32]

Динамічний регресор моделі (x) – ставка за депозитними сертифікатами овернайт (у моделі цей ряд позначається як OVERNIGHT_DEPOSITS), оскільки

основна операція між НБУ та банками під час воєнного стану – укладання депозитів овернайт. Таким чином – значення ставки по депозитним сертифікатам краще відображає вартість грошей у період війни ніж облікова ставка.

Важлива умова ARDL моделі – мати часові стаціонарні часові ряди в рівнях $I(0)$ або в перших різницях $I(1)$. Розширені тести Дікі-Фуллера (ADF) і Філіпса-Перрона (PP) є двома поширеними методами, які використовуються для перевірки стаціонарності часового ряду. За результатами обох тестів було виявлено, що обидва ряди є стаціонарними в рівнях – (див. Додаток «А»). Окрім цього було проведено аналіз залишків моделей на автокореляцію, використовуючи тест Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test, та на гетероскедастичність, використовуючи тест Breusch-Pagan-Godfrey Test. Результати обох тестів показали, що у залишків відсутня проблема серійної кореляції (див. Додаток «Б»), а також залишки є гомоскедастичними (див. Додаток «В»).

Перед інтерпретацією результатів варто також провести тест на коінтеграцію, нульова гіпотеза якого – відсутність довгострокового зв'язку між незалежною та залежною змінною.

Результати тесту на коінтеграцію показали, що значення *F-statistic* у 6.31 є більшим за усі критичні значення $I(1)$. Це дає підстави спростувати нульову гіпотезу, а отже у рівнянні довгострокової рівноваги присутній зв'язок між змінними – див. рис. 3.1.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	6.310617	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

Рисунок 3.16. Результати тесту на коінтеграцію моделі ARDL

Існування довгострокового зв'язку можна також наглядно візуалізувати, наклавши пораховане довгострокове рівняння рівноваги на історичні значення залежної змінної. Для цього було вилучено значення рівняння корекції помилок (error correction) та віднято від нього залежну змінну – див. рис. 3.2 нижче. Аналізуючи відповідність динаміки залежної змінної (на рисунку позначається як ST_LOANS) та рівняння рівноваги (на рисунку позначається як LRNO), спостерігається, що зв'язок між залежною змінною та моделлю рівноваги справді існує.

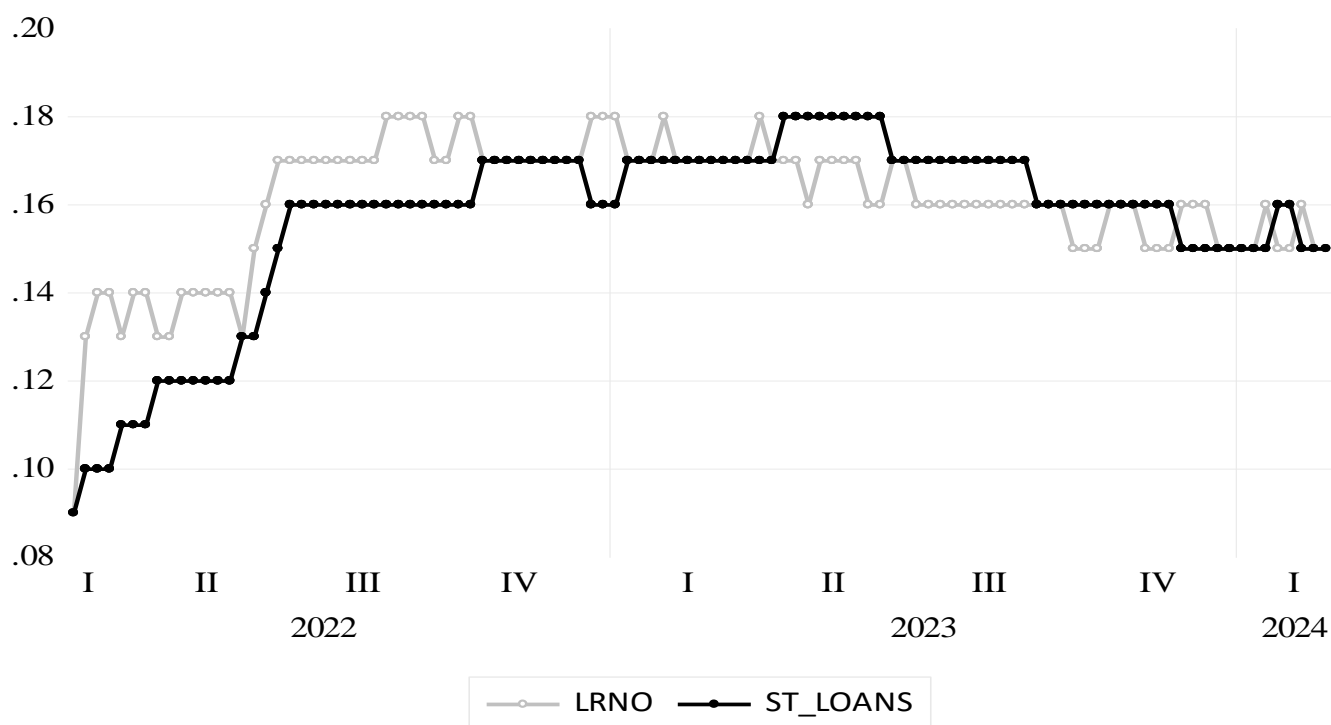


Рисунок 3.17. Накладання елемента EC на графік залежної змінної (LRNO) та графік залежної змінної (ST_LOANS).

Таким чином, на основі тесту на коінтеграцію та на візуалізації даного довгострокового рівняння рівноваги можна робити висновки, що модель є вірно специфікованою та може бути використана для подальших розрахунків на реальній

інформації та оцінці швидкості пристосування ставки за кредитуванням від змін у ставці по короткостроковим депозитним сертифікатам овернайт. Результати оціненої моделі зображені на Рисунку 3.3 нижче.

Dependent Variable: ST_LOANS

Method: ARDL

Date: 04/17/24 Time: 22:23

Sample (adjusted): 3/05/2022 2/24/2024

Included observations: 104 after adjustments

Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (4 lags, automatic): OVERNIGHT_DEPOSITS

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 20

Selected Model: ARDL(1, 1)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
ST_LOANS(-1)	0.882593	0.029657	29.76012	0.0000
OVERNIGHT_DEPOSITS	0.157691	0.048949	3.221556	0.0017
OVERNIGHT_DEPOSITS(-1)	-0.125646	0.051211	-2.453520	0.0159
C	0.012972	0.003083	4.207734	0.0001
R-squared	0.970591	Mean dependent var		0.157212
Adjusted R-squared	0.969708	S.D. dependent var		0.019481
S.E. of regression	0.003391	Akaike info criterion		-8.497883
Sum squared resid	0.001150	Schwarz criterion		-8.396176
Log likelihood	445.8899	Hannan-Quinn criter.		-8.456678
F-statistic	1100.088	Durbin-Watson stat		2.045666
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

Рисунок 3.3. Результати моделі ARDL

Значення коефіцієнту біля показника незалежної змінної (OVERNIGHT DEPOSITS) дає підстави вважати, що трансмісія відбувається на 15.7% за один тиждень, що доволі швидкий показник трансмісії у воєнний час, оскільки приблизно такий самий показник спостерігався у довоєнних дослідженнях

ефективності монетарної політики. Також спостерігаємо, що коефіцієнт детермінації складає 97% у зваженому вигляді, що передусім означає, що зміна в кредитних ставках на 97% залежить від ставки овернайт.

У даному підрозділі було досліджено ефективність процентного каналу монетарно-трансмісійного механізму. Було виявлено, що у період з лютого 2022 року по 2024 року, ефективність процентного каналу трансмісійного механізму продовжувала існувати, незважаючи на шоки, спричинені воєнними діями на території України. Також було виявлено, що процентний канал трансмісійного механізму був досить ефективним – швидкість пристосування короткострокових кредитів до змін у ставці депозитних сертифікатів овернайт становила майже 16% на тиждень. Такі показники вважаються високими та такими, що діяли до початку повномасштабного вторгнення.

3.2 Розробка економетричного інструментарію для емпіричного аналізу дії основних каналів трансмісійного механізму в умовах підвищених ризиків

Наступним етапом дослідження монетарно-трансмісійного механізму є дослідження зв'язку між міжбанкіськими ставками та обмінним курсом. Відповідно до принципів монетарно-трансмісійного механізму, облікова ставка спершу впливає на ринок кредитування, що в свою чергу впливає на обсяг торгівельних операцій, від яких прямо залежить попит та пропозиція на іноземну валюту, яка впливає на обмінний курс.

Однак, з початку повномасштабного вторгнення, регулятор зафіксував обмінний курс гривні до долара, ввівши режим фіксованого обмінного курсу. З цього випливає, що обмінний курс більше не формується на основі ринкових факторів, що ставить під сумнів вплив ставок кредитування на обмінний курс.

Незважаючи на це, у жовтні 2023 року НБУ вирішив пом'якшити монетарний режим, скасувавши фіксований обмінний курс, перейшовши на режим керованої гнучкості, розраховуючи на те, що ринок достатньо стабільний, аби самостійно створювати ціну на гривню. При цьому НБУ поручилося не повністю покидати валютний ринок – передбачалось, що НБУ буде покривати дефіцит валюти, здійснюючи інтервенції. Однак таке рішення регулятора дає достатньо підстав вважати, що НБУ маленькими кроками повертається до режиму інфляційного таргетування.

Саме тому, мета дослідження – зрозуміти наскільки обмінний курс «готовий» слідувати традиційному інструментарію політики інфляційного таргетування, а саме, чи буде обмінний курс у майбутньому реагувати на зміну в обліковій ставці. Завдання дослідження – оцінити істотність впливу ключової процентної ставки на обмінний курс.

Варто також наголосити на тому, що вже наголошувалось у дослідженні процентного каналу: на період воєнного стану ключова облікова ставка втратила свою ефективність. Натомість реальну вартість грошей краще відображає ставка за депозитними сертифікатами овернайт, або ж – ставка на міжбанківському кредитному ринку овернайт (UONIA). Таким чином, проксі головного інструменту монетарної політики у подальшому дослідження буде ставка на міжбанківському кредитному ринку овернайт.

При підборі методу моделювання впливу ставки UONIA на обмінний курс, варто врахувати, що дана процентна ставка має лише опосередкований вплив на обмінний курс. Обмінний курс в своїй більшості залежить від а) доходності фінансових інструментів, номінованих в національній валюті, на що безпосередньо впливає облікова ставка та б) від зміни в обсягах експортно-імпортних операцій, що також прямо залежить від зміни облікової ставки. Таким чином, при моделюванні впливу на валютний курс варто врахувати наступні змінні:

- i. Ставка по міжбанківським кредитам овернайт (UOINA) – змінна, яку можна використовувати як проксі-змінну до ставки монетарної політики.
- ii. Ставка по короткостроковим кредитам у національній валюті.,
- iii. Ставка по короткостроковій дохідності ОВДП – найпоширеніший фінансовий інструмент на українському фінансовому ринку.
- iv. Темпи росту внутрішніх торгових операцій.
- v. Темпи росту ВВП України.
- vi. Середній обмінний курс гривні до долара.

Для моделювання впливу ставок UONIA на обмінний курс, враховуючи декілька інших змінних слід використовувати векторну авторегресію (VAR). Однією з ключових переваг є здатність моделювати на основі кількох часових рядів, що робить цю модель придатним для систем, де змінні впливають одна на одну з часом. Крім того, моделі VAR не вимагають розрізнення залежних і незалежних змінних, розглядаючи всі змінні як ендогенні або ендогенні, що спрощує моделювання дещо складних систем, якою є монетарно-трансмісійний механізм. Стандартний вигляд VAR(p) моделі набуває наступної форми:

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + B X_t + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

де

Y_t – вектор ендогенних змінних у часовій точці t

A_0 – вектор значень перетинів

A_1 – коефіцієнтні матриці для $i = 1, 2, \dots, p$.

Y_{t-i} – лагові вектори ендогенних змінних

B – матриця коефіцієнтів для екзогенних змінних

X_t – вектор екзогенних змінних у часовій точці t

ε_t – білий шум.

Моделювання VAR здійснюється у пакеті моделювання EViews. Динамічні ряди охоплюють місячні дані з лютого 2022 року по лютий 2024 року. Під час моделювання використовуються наступні позначення:

- i. *UONIA* – Ставка по міжбанківським кредитам овернайт (UOINA)
- ii. *ST_LOANS* – Ставка по короткостроковим кредитам у національній валюті.
- iii. *ST_BOND_YIELD* – Ставка по короткостроковій доходності ОБДП.
- iv. *DOM_TRADE* – Темпи росту внутрішніх торгових операцій.
- v. *GDP* – Темпи росту ВВП України
- vi. *UAH_USD* – середній обмінний курс гривні до долара

Першим кроком моделювання є визначення порядку VAR-моделі – (p). Однак перед цим необхідно перевірити часові ряди на стаціонарність, використовуючи розширений тест Дікі-Фулера (ADF). Результати тесту (див. Додаток «И») продемонстрував, що усі часові ряди не є стаціонарними в рівнях, проте стають стаціонарними в перших різницях. Таким чином, для побудови VAR-моделі використовуються тільки перші різниці часових рядів.

Для знаходження порядку VAR моделі було використано інструментарій EViews – VAR Lag Order Selection Criteria. З максимально допустимої кількості лагів (2), на основі критеріїв Ханана-Квіна, Шварца та Акаїка було обрано моделювати VAR у першому порядку – (див. Додаток «К»).

При цьому, остаточна специфікація моделі передбачала наступні змінні як ендогенні: $D(UONIA)$, $D(ST_LOANS)$, $D(UAH_USD)$ та $D(ST_BOND_YIELD)$. Змінні C , $D(DOM_TRADE)$ та $D(GDP)$ – екзогенні. Специфіковану модель було перевірено тестом на значимість лагів – (див. Додаток «Л»), в результаті якого виявлено, що кожен з лагів є значимим. Також було проведено тест Грейнджера на ендогенність змінних, внаслідок якого підтверджено, що змінні $D(UONIA)$, $D(ST_LOANS)$, $D(UAH_USD)$ та $D(ST_BOND_YIELD)$ дійсно є ендогенними – (див. Додаток «М»).

Перш ніж робити висновки на основі моделі, варто також переконатись, що тест над залишками моделі адекватні. Основні тести залишків – тест на білий шум та тест на серійну кореляцію модель пройшла – залишки моделі є білим шумом і в них відсутня серійна кореляція (Додатки «П» та «Р»). Тест на нормальність розподілу показав, що залишки розподілені не нормально. Це типова ситуація при невеликих вибірках, як у нас. Згідно з центральною граничною теоремою розподіл залишків буде прямувати до нормального зі збільшенням спостережень – Додаток «С»).

Отже VAR(1) є кінцевою специфікацією моделі, результати якої зображені на рисунку 3.4 нижче.

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/01/24 Time: 18:43
Sample (adjusted): 2022M04 2024M02
Included observations: 23 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	D(UONIA)	D(ST_LOANS)	D(UAH_USD)	D(ST_BOND_YIELD)
D(UONIA(-1))	-2.216478 (0.69028) [-3.21097]	-2.354297 (0.83359) [-2.82427]	35.73000 (15.6485) [2.28328]	0.040794 (0.27103) [0.15052]
D(ST_LOANS(-1))	1.950437 (0.62116) [3.13997]	2.085990 (0.75012) [2.78086]	11.27137 (14.0816) [0.80043]	0.141209 (0.24389) [0.57899]
D(UAH_USD(-1))	0.000698 (0.00379) [0.18412]	0.000270 (0.00458) [0.05895]	-0.004798 (0.08599) [-0.05580]	-0.000592 (0.00149) [-0.39781]
D(ST_BOND_YIELD(-1))	-0.295300 (0.55638) [-0.53075]	-0.073192 (0.67189) [-0.10893]	-12.87418 (12.6130) [-1.02071]	-0.059886 (0.21845) [-0.27414]
C	0.003844 (0.00513) [0.74885]	0.003353 (0.00620) [0.54078]	0.307263 (0.11638) [2.64013]	0.001728 (0.00202) [0.85750]
D(DOM_TRADE)	0.132220 (0.04608) [2.86924]	0.123838 (0.05565) [2.22535]	-0.548835 (1.04466) [-0.52537]	0.027047 (0.01809) [1.49488]

D(GDP)	-0.350066 (0.07339) [-4.77000]	-0.351413 (0.08863) [-3.96514]	1.486351 (1.66371) [0.89340]	0.007520 (0.02881) [0.26097]
R-squared	0.591321	0.502408	0.915598	0.467153
Adj. R-squared	0.438066	0.315811	0.883947	0.267336
Sum sq. resids	0.008664	0.012635	4.452410	0.001336
S.E. equation	0.023270	0.028101	0.527518	0.009136
F-statistic	3.858420	2.692479	28.92800	2.337899
Log likelihood	58.03165	53.69282	-13.75203	79.53391
Akaike AIC	-4.437535	-4.060245	1.804524	-6.307296
Schwarz SC	-4.091950	-3.714660	2.150109	-5.961711
Mean dependent	0.002609	0.002174	0.389252	0.002557
S.D. dependent	0.031042	0.033973	1.548491	0.010674
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.38E-12		
Determinant resid covariance		3.24E-13		
Log likelihood		200.1644		
Akaike information criterion		-14.97082		
Schwarz criterion		-13.58848		
Number of coefficients		28		

Рисунок 3.4. Специфікація VAR(1) моделі

На рисунку 3.5 нижче зображено як зміни на одне середньоквадратичне відхилення (шок одного стандартного відхилення) в $D(UONIA)$ впливає на зміну $D(UONIA)$, $D(ST_LOANS)$, $D(UAH_USD)$ та $D(ST_BOND_YIELD)$.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations

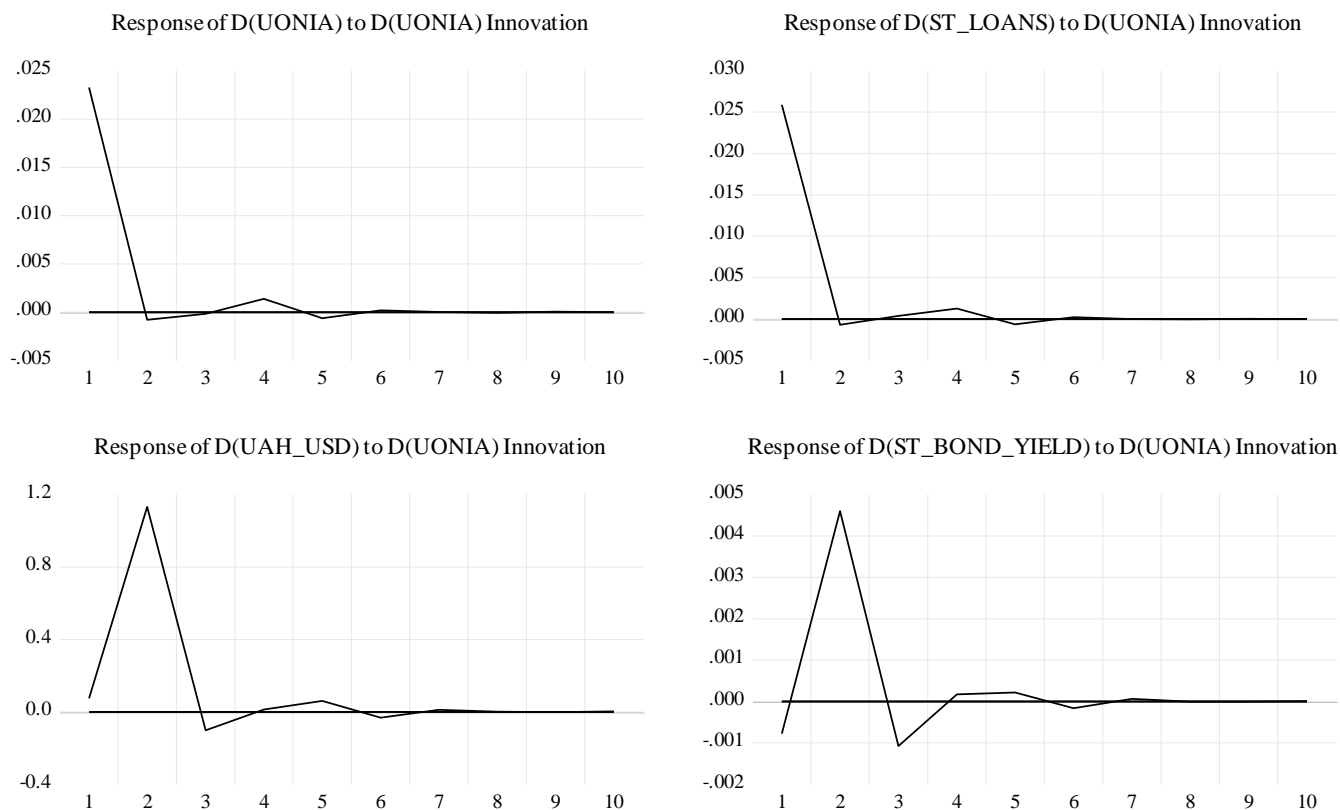


Рисунок 3.5. Функції імпульсних відгуків DUONIA, DST_LOANS, DUAH_USD та DST_BOND_YIELD для VAR(1).

На основі графіку імпульсних відгуків спостерігається, що зміна в ставках дійсно матиме досить суттєвий позитивний вплив на обмінний курс, який відбувається у другому за порядком місяці після введення шоку, а далі вплив зменшується і наближається до нуля зі зростанням часу.

З іншого боку знову підтверджується істотний зв'язок між ставками на міжбанківському ринку кредитування та ставками короткострокового комерційного кредитування, про що свідчить графік Response of D(ST_LOANS) to D(UONIA).

Графік декомпозиції дисперсії обмінного курсу – рис. 3.4. зображує, що у першому місяці після зміни у розмірі одного середньоквадратичного відхилення в обмінному курсу майже повністю пояснюються за рахунок внутрішніх змін. У другому періоді зміна відбувається на 55% за рахунок зміни ставки на

міжбанківському кредитному ринку (проксі до облікової ставки), а в послідуючих періодах дія шоків затихає і вплив змінних залишається рівномірним. На 50% зміна пояснюється ставкою міжбанківських кредитах овернайт, на 38% зміна пояснюється ставкою по короткостроковим кредитам, на 10% за рахунок внутрішніх змін, і лише на 2% зміна пояснюється за рахунок зміни в дохідності короткострокових гривневих облігаціях.

Variance Decomposition of D(UONIA) using Cholesky (d.f. adjusted) Factors

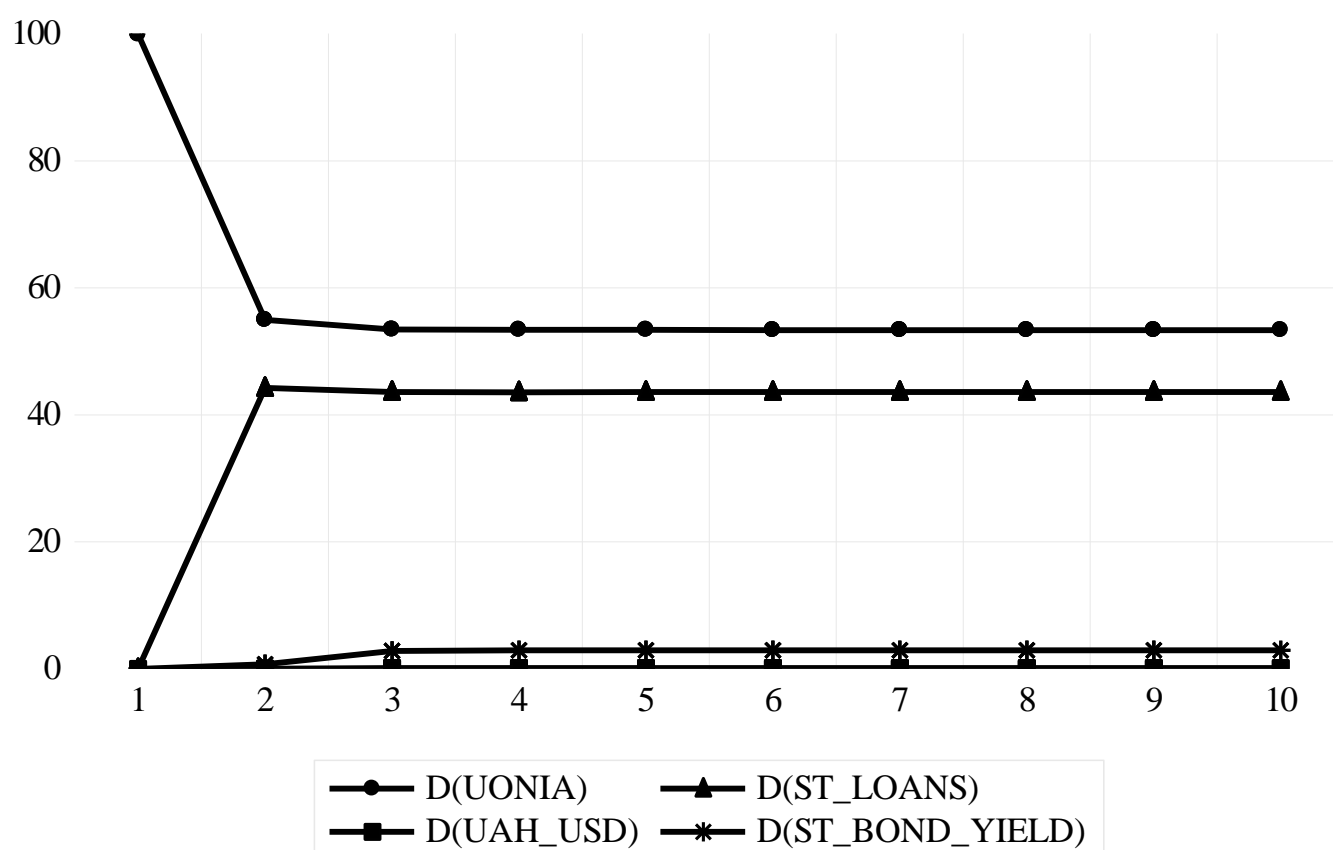


Рисунок 3.6. Декомпозиція дисперсії обмінного курсу

Підсумовуючи, можемо дійти висновку, що зміни в процентних ставках на ринку міжбанківського кредитування дійсно мають досить значний вплив на обмінний курс гривні до долару. З цього випливає, що монетарно-трансмісійний механізм дійсно має потенціал впливати на обмінний курс, цим самим підтримуючи поточну політику керованої гнучкості обмінного курсу. Передбачається, що у

майбутньому вплив облікової ставки на обмінний курс буде лише посилюватись, оскільки будуть створені економічні передумови для встановлення ринкового обмінного курсу.

З неочікуваних результатів – це те, що вплив короткострокової дохідності гривневих ОВДП майже не впливає на зміну обмінного курсу. Висновок не очікуваний через те, що протягом останніх двох років частка ОВДП в економіці суттєво зросла, як і обізнаність населення та бізнесу щодо сутності цього інструменту. Потенціал ОВДП у впливі на валютний ринок доволі вагомий. В розвинених економіках чітко спостерігається вплив між дохідністю державних цінних паперів та обмінним курсом національної валюти. Припускається, що низький вплив ОВДП на валютний ринок пов'язаний з відносно низькою залученістю інвесторів в такі ОВДП, що на момент дослідження існують на ринку.

3.3 Рекомендації щодо проведення монетарної політики в умовах підвищених ризиків, воєнних дій а післявоєнного відновлення

Війна в Україні охарактеризувалась серйозними перебоями в економічній діяльності, пошкодженням критичної та цивільної інфраструктури та переміщенням населенням у безпечні регіони. Ці фактори створили значні виклики для монетарної політики країни. Однак, не зважаючи на нові виклики, головна мета Національного банку залишилась незмінною – забезпечувати стабільність національного банку України. Регулятор продовжує виконувати цю мету шляхом підтримки довіри до національної валюти, забезпеченням ліквідності банківської системи, та підтримуючи загальну стійкість економічної системи. Зважаючи на ті загрози, що виникли після початку повномасштабної війни, український центральний банк показав відмінні результати в управлінні інфляцією та

банківською системою; однак попереду стоїть ще чимало викликів, які Національному банку потрібно подолати.

У цьому підрозділі описуються загрози для майбутньої економіки України, з якими потенційно зіткнеться й Національний банк України в умовах підвищених ризиків. Окрім цього, наводяться певні рекомендації, які допомогли б Регулятору подолати, або навпаки, передбачити та запобігти цих загроз.

Як вже зазначалось у попередніх розділах, цінова стабільність має першорядне значення під час війни. Критичного рівня інфляції у перші місяці вторгнення вдалось уникнути, однак Регулятору не рекомендується втрачати пильність над подальшим розвитком подій, аби не дозволити інфляції виходити за межі допустимих рівнів.

НБУ рекомендується надалі звертати особливу увагу на такі фактори як покращення дієвості трансмісійного механізму, покращення інструментарію прогнозування Національного банку, підтримка вдалої комунікації стосовно майбутніх намірів центрального банку, і підтримувати високий рівень золотовалютних резервів.

По-перше, у новій політиці акцент має поступово зміщуватись в сторону відновлення функціонування трансмісійного механізму, оскільки новий режим надає більше ваги ринковим факторам, аніж попередній. Таким чином, НБУ має відслідковувати ефективність поточного стану трансмісійного механізму для пошуку його слабких сторін і сприяти вирішенню проблем в ньому. Наприклад, в Україні зараз добре працює канал впливу ключової ставки на короткострокові ставки міжбанківського ринку, а також добре працює канал обмінного курсу. Однак такі канали як кредитний канал, канал активів та канал очікувань досі залишаються малорозвиненими та інколи безрезультатними [13]. Дослідження напрямків посилення дієвості вищезгаданих каналів допоможе НБУ у розумінні того, чи є можливості для покращення їх інтеграції у сучасний монетарно-трансмісійний

механізм, і врешті-решт, їх потенціал у трансмісії ключового інструменту монетарної політики на темпи інфляції.

По-друге, НБУ має і надалі продовжувати зусилля над вдосконаленням якості інструментарію прогнозування макроекономічних показників. Схожою до політики інфляційного таргетування є й політика керованої гнучкості, в якій рішення мають прийматись не лише на ретроспективних даних про стан економіки, але й на перспективних даних. Це двоетапний процес, який має включати в себе як покращення якості статистичних даних, так і розширення економетричного потенціалу для безпосереднього прогнозування. У розрізі першого етапу, Національний банк, разом з Державною службою статистики, мають докладати зусилля над формуванням високочастотної та точної бази основних показників, що описують поточний стан економіки. Поточні недоліки статистичної бази включають в себе низьку періодичність підрахунків, довгу тривалість виконання цих підрахунків та відсутність оновлених даних по деяким важливим макроекономічним показникам, як-от показники по ринку праці та індексу виробництва базових галузей. У розрізі другого етапу НБУ також рекомендовано також поширювати свій розрахунковий потенціал, що може набувати форму покращення кваліфікованості кадрового складу та технічно-розрахункових можливостей.

По-третє, НБУ не має втрачати ініціативи у комунікаційній політиці. Станом на травень 2023 року вдалість комунікаційної політики була надзвичайно показовою з наступного прикладу. Наприкінці третього тижня травня колишня голова НБУ Валерія Гонтарева у одному з журналістських видань досить безпідставно розкритикувала окремі рішення Регулятора. Опісля виходу цього матеріалу, поточний голова НБУ Андрій Пишний дав багатьом представникам медіа ґрунтовні інтерв'ю, у яких голова коментує тези, викладені экс-голови. Окрім цього, НБУ також вийшов з офіційною позицією стосовно критики экс-голови.

Беззаперечно, цей приклад є більше прикладом реакційної комунікаційної політики, спрямований на збереження довіри до Регулятора, однак швидкість реагування та глибина пояснень центрального банку позитивно вразила експертне коло населення та лише збільшила рівень довіри до НБУ, саме тому цей приклад і є показовим прикладом вдалої комунікації центрального банку. У межах комунікаційної політики, НБУ також рекомендується також продовжувати публікувати статті та звіти щодо дослідження інфляції в Україні, на кшталт інфляційного звіту. Також популярністю у населенні користуються прес-релізи щодо тлумачення змін до фінансового регулювання та адміністративних обмежень.

По-четверте, НБУ має прагнути зміцнювати свої міжнародні резерви. Достатність міжнародних резервів мають вирішальне значення для підтримки стабільності національної валюти у поточних воєнних реаліях, оскільки військовий час чинить неабиякий вплив на попит іноземної валюти через збільшення потреб в імпорті та потенційне зниження доходів від експорту. Рекомендація полягає у тому, що НБУ має прагнути зміцнювати свої резерви за рахунок зовнішньої допомоги, позик міжнародних організацій та угод про фінансову співпрацю з економічними партнерами.

Висновки до розділу 3

Таким чином, у третьому розділі було досліджено, що з лютого 2022 року по лютий 2024 рік процентний канал залишався ефективним, незважаючи на шоки, спричинені воєнними діями в Україні. Канал відсоткової ставки був досить ефективним, зі високою швидкістю пристосування короткострокових кредитів до змін ставок депозитних сертифікатів овернайт – майже на 16% на тиждень. Такі високі показники спостерігалися до повномасштабного вторгнення.

Також виявлено, що зміни міжбанківських ставок суттєво впливають на обмінний курс української гривні до долара США. Це вказує на те, що механізм монетарної трансмісії може впливати на обмінний курс, підтримуючи поточну політику гнучкості керованого обмінного курсу. Очікується, що вплив ставки дисконту на обмінний курс посилюватиметься в міру того, як економічні умови ставатимуть сприятливішими.

Короткострокова дохідність гривневих державних облігацій (ОВДП) має мінімальний вплив на курс. Це досить неочікуваний результат, враховуючи значне зростання частки ОВДП в економіці та підвищення обізнаності населення та бізнесу про цей інструмент за останні два роки. Однак, потенціал впливу ОВДП на валютний ринок є значним, як це спостерігається в розвинутих економіках, де дохідність державних облігацій впливає на курс національної валюти. Низький вплив ОВДП на валютний ринок, ймовірно, пояснюється відносно низькою залученістю інвесторів до цих облігацій на момент дослідження.

Виокремлені наступні рекомендації стосовно подальшого розвитку монетарної політики Національного банку: покращення ефективності слабких каналів монетарно-трансмісійного механізму, покращення якості статистичних даних та інструментарію прогнозування макроекономічних показників, продовження розвитку комунікаційної політики і, наостанок, забезпечення міцності міжнародних резервів НБУ.

ВИСНОВКИ

У ході аналізу стану монетарної політики Національного банку України під час війни виявлено, що монетарна політика адаптувалась до нових реалій, кардинально змінивши свої інструменти. Якщо у мирний час режимом монетарної політики є режим інфляційного таргетування, то під час війни цей механізм відійшов на другий план. Після введення воєнного стану, НБУ спершу ввів режим фіксованого обмінного курсу, який допоміг уберегти країну від неконтрольованої інфляції та демонетизації економіки, а згодом, у жовтні 2023 року НБУ пом'якшив режим, перейшовши на режим керованої гнучкості обмінного курсу.

Оскільки тривала фіксація курсу передбачала штучну підтримку обмінного курсу інтервенціями, регулятору потрібно було якомога менше коливань на ринку. Таким чином, НБУ протягом періоду війни вводив адміністративні обмеження, які здебільшого стосувались операцій із купівлі-продажу валюти та транскордонних переказів. Дослідивши статистику фінансових ринків, ефективність таких обмежень було оцінено як високу.

Незважаючи на задовільний стан поточної економіки та монетарної політики, наразі українська фінансова система й економічний баланс тримаються завдяки підтримці міжнародних партнерів, оскільки національна промисловість не здатна генерувати достатньої валютної виручки.

Економетричне дослідження процентного каналу монетарно-трансмисійного механізму показало істотний зв'язок між інструментарієм НБУ (ставками за депозитними сертифікатами овернайт) та ставками банків за короткостроковими кредитами. Цей зв'язок є важливим, оскільки він передбачає перший етап трансмісійного механізму, з якого далі впливає можливість регулятора забезпечувати стабільність грошової одиниці.

Дослідження зв'язку між ставкою вартості грошей (ставка на міжбанківському кредитному ринку овернайт) та обмінним курсом гривні до долара також показало позитивний результат – обмінний курс відчуває поштовхи внаслідок зміни у ставках по кредитуванню, а отже є підстави вважати, що монетарно-трансмісійний механізм має вплив і на обмінний курс, хоч і слабкий на даному етапі. Передбачається, що даний вплив буде лише посилюватись з часом і незабаром регулятор зможе повернутись до режиму інфляційного таргетування.

Головні рекомендації, які можна окреслити, детально дослідивши монетарну політику під час війни, такі. По-перше, рекомендується продовжувати стимулювати економічний розвиток за рахунок м'якої фіскальної політики й усіма наявними методами підтримувати генерацію підприємствами експортної виручки. По-друге, НБУ варто посилювати ефективність існуючих каналів трансмісійного механізму, а також розвивати слабші канали. По-третє, НБУ рекомендується поліпшувати статистичну базу макроекономічних та фінансових показників і інструментарію прогнозування.

Підсумовуючи, слід зазначити, що Національний банк здійснює дивовижну роботу з управління монетарною політикою держави. Досвід, отриманий у цей складний період української історії буде використовуватися ще не одним поколінням економістів та дослідників фінансової системи, чим не можна не пишатись. Однак найбільшу повагу та шану заслуговують саме герої-захисники України, кому завдячуємо теперішнє і майбутнє нашої країни.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV : станом на 6 трав. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> (дата звернення: 01.06.2024).
2. Two per cent inflation target. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html> (дата звернення: 01.06.2024).
3. William Poole, David C. Wheelock. Price stability must be no. 1 goal of central bankers | st. louis fed. 2008. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2008/stable-prices-stable-economy-keeping-inflation-in-check-must-be-no-1-goal-of-monetary-policymakers> (дата звернення: 01.06.2024).
4. Про монетарну політику. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (дата звернення: 01.06.2024).
5. Inflation targets. Central Bank News. URL: <https://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html> (дата звернення: 01.06.2024).
6. Чому в Україні середньострокова ціль щодо інфляції встановлена на рівні 5%?. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/targets/target-ch> (дата звернення: 01.06.2024).
7. Біла О., Чуй І. Фінанси: навчальний посібник : навч. посіб. Львів : Магнолія, 2006. 390 с.
8. Стойко О., Дема Д. Фінанси: навчальний посібник : навч. посіб. Київ : Алерта, 2017. 432 с.
9. Москаленко О., Піскунов Р. Компаративний аналіз категорії "системний ризик". Socio-Economic problems of the modern period of ukraine. 2015. Т. 2. С. 119–122.
10. Про фінансову стабільність. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/about> (дата звернення: 01.06.2024).
11. Економічна правда. “Країна у небезпеці”. Секретна доповідна міністра фінансів на ім’я Тимошенко. *Економічна правда*.

URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2009/01/27/179040/> (дата звернення: 01.06.2024).

12. Mishkin F. S. From monetary targeting to inflation targeting: lessons from industrialized countries. The World Bank, 2001. URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2684> (дата звернення: 01.06.2024).
13. Жолудь О., Лепушинський В., Ніколайчук С. ДІЄВІСТЬ МОНЕТАРНОГО ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В УКРАЇНІ ПІСЛЯ ВПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ. Вісник Національного банку України. 2019. № 247. С. 20–40.
14. «Пропозиції стосовно розроблення Основних засад-грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу»: Рішення Правління Нац. банку України від 13.07.2017 р. № 438-рш.
15. Harrison M., Broadberry S. Economics of world war I. Cambridge University Press, 2009.
16. Harrison M. The economics of World War II: an overview. The economics of world war II. 1998. P. 1–42. URL: <https://doi.org/10.1017/cbo9780511523632.002> (дата звернення: 01.06.2024).
17. Bordo M. D., White E. N. A tale of two currencies: british and french finance during the napoleonic wars. The journal of economic history. 1991. Vol. 51, no. 2. P. 303–316. URL: <https://doi.org/10.1017/s002205070003895x> (дата звернення: 01.06.2024).
18. World Bank Open Data. World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/country> (дата звернення: 01.06.2024).
19. Iron Ore - Data. TRADING ECONOMICS. URL: <https://tradingeconomics.com/commodity/iron-ore> (дата звернення: 01.06.2024).
20. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates/> (дата звернення: 01.06.2024).

21. Статистика ВВП. Укрстат. URL: <https://ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 01.06.2024).
22. 2022 corruption perceptions index: explore the results. Transparency.org. URL: <https://www.transparency.org/en/cpi/2022> (дата звернення: 01.06.2024).
23. Ukraine Anti-Corruption Strategy for 2020-2024. URL: <https://nazk.gov.ua/wp-content/uploads/2021/01/Ukraine-Anti-Corruption-Strategy-for-2020-2024.pdf> (дата звернення: 01.06.2024)
24. Національне агентство із запобігання корупції. *НАЗК*. URL: <https://nazk.gov.ua/uk/novyny/oesr-pozytyvno-otsynyla-robotu-systemy-antykorupsiynyh-organiv-ukrainy-zvit/> (дата звернення: 01.06.2024).
25. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Нац. банку України від 24.02.2022 р. № 18 : станом на 1 черв. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text> (дата звернення: 01.06.2024).
26. Лепушинський В. Розуміння інфляційних очікувань (кейс України). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Understanding_Inflation_Expectations_V_Lepushynskiy_pr_2022-09_eng.pdf (дата звернення: 01.06.2024).
27. Центр Разумков. Оцінка громадянами ситуації в країні та дій влади, довіра до соціальних інститутів (лютий–березень 2023р.). 2023. URL: <https://razumkov.org.ua/napriamky/sotsiologichni-doslidzhennia/otsinka-gromadianamy-sytuatsii-v-kraini-ta-dii-vlady-dovira-do-sotsialnykh-instytutiv-liutyi-berezen-2023r> (дата звернення: 01.06.2024).
28. Підсумки 2023 року: громадська думка українців. *Головна - Фонд «Демократичні ініціативи» ім. Ілька Кучеріва*. URL: <https://dif.org.ua/article/pidsumki-2023-roku-gromadska-dumka-ukraintsiv> (дата звернення: 01.06.2024).
29. Рада Національного банку України ухвалила Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. URL:

<https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-natsionalnogo-banku-ukrayini-uhvalila-osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-period-voyennogo-stanu> (дата звернення: 01.06.2024).

30. Національний банк України. Презентація директора Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ Володимира Лепушинського "Роль монетарної політики у воєнний час та у період післявоєнного відновлення", квітень 2023 року (ENG). 2023. URL: <https://new.bank.gov.ua/ua/news/all/prezentatsiya-direktora-departamentu-monetarnoyi-politiki-ta-ekonomichnogo-analizu-nbu-volodimira-lepushinskogo-rol-monetarnoyi-politiki-u-voyenniy-chas-ta-u-period-pislyavoyennogo-vidnovlennya-kviten-2023-roku-eng> (дата звернення: 01.06.2024).
31. Національний банк України. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. Київ, 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-pomyakshennya-valyutnih-obmejen-perehodu-do-bilshoyi-gnuchkosti-obminnogo-kursu-ta-povernennya-do-inflyatsiynogo-targetuvannya>.
32. Статистика. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic> (дата звернення: 01.06.2024).
33. Національний банк України. Міжнародні резерви України зросли упродовж 2023 року на 42% та перевищили 40,5 млрд дол. США. 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2023-roku-na-42-ta-perevischili-405-mlrd-dol-ssha> (дата звернення: 01.06.2024).
34. Національний банк України. Уряд України з початку повномасштабної війни залучив від продажу ОВДП на аукціонах майже 429 млрд грн в еквіваленті – депозитарій НБУ. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-ukrayini-z-pochatku-povnomasshtabnoyi-viyni-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-429-mlrd-grn-v-ekvivalenti--depozitariy-nbu> (дата звернення: 01.06.2024).

ДОДАТКИ

Додаток «А» Тест ADF

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: OVERNIGHT_DEPOSITS, ST_LOANS
 Date: 04/17/24 Time: 21:18
 Sample: 2/26/2022 2/24/2024
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Total (balanced) observations: 206
 Cross-sections included: 2

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	70.7750	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-7.33196	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results D(GROUP01)

Series	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
D(OVERNIGHT_DEPOSITS)	0.0004	0	12	103
D(ST_LOANS)	0.0000	0	12	103

Тест PP

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: OVERNIGHT_DEPOSITS, ST_LOANS
 Date: 04/17/24 Time: 21:19
 Sample: 2/26/2022 2/24/2024
 Exogenous variables: Individual effects
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Total (balanced) observations: 206
 Cross-sections included: 2

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	71.7011	0.0000
PP - Choi Z-stat	-7.41523	0.0000

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate Phillips-Perron test results D(GROUP01)

Series	Prob.	Bandwidth	Obs
D(OVERNIGHT_DEPOSITS)	0.0003	4.0	103
D(ST_LOANS)	0.0000	3.0	103

Додаток «Б»

Тест на кореляцію

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.431326	Prob. F(2,98)	0.6509
Obs*R-squared	0.907479	Prob. Chi-Square(2)	0.6352

Додаток «В»
Тест на гетероскедастичність

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.829560	Prob. F(3,100)	0.4807
Obs*R-squared	2.525378	Prob. Chi-Square(3)	0.4707
Scaled explained SS	5.506001	Prob. Chi-Square(3)	0.1383

Додаток «Ж»

Тест на коінтеграцію

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OVERNIGHT_DEPOSITS	0.272941	0.062281	4.382398	0.0000
C	0.110490	0.012173	9.076752	0.0000
EC = ST_LOANS - (0.2729*OVERNIGHT_DEPOSITS + 0.1105)				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	6.310617	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58
			Finite Sample: n=80	
Actual Sample Size	104	10%	3.113	3.61
		5%	3.74	4.303
		1%	5.157	5.917

Додаток «З» Специфікація моделі

Equation Estimation

Specification Options

Dynamic Specification
Dependent variable followed by list of dynamic regressors. Use @f(variable,lag) to manually specify a fixed lag.

ST_LOANS OVERNIGHT_DEPOSITS

Automatic Selection Dependent Variable: Regressors:
 Fixed Max lags: 4 Max lags: 4

Fixed regressors
Trend specification List of fixed regressors
2. Rest. constant

Estimation settings
Method: ARDL - Auto-regressive Distributed Lag Models
Sample: 2/26/2022 2/24/2024

OK Скасувати

Додаток «И» – тест на стаціонарність

В рівнях:

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
ST_LOANS	-1.8614	0.3437	-1.520	0.817	0	4	24
UONIA	-2.0469	0.2663	-1.520	0.817	0	4	24
DOM_TRADE	-1.4272	0.5520	-1.520	0.817	0	4	24
GDP	-1.2602	0.6306	-1.520	0.817	0	4	24
UAH_USD	-1.9014	0.3261	-1.520	0.817	0	4	24
OVERNIGHT_ DEPOSITS	-2.0571	0.2624	-1.520	0.817	0	4	24
ST_BOND_YIE LD	-1.0420	0.7210	-1.520	0.817	0	4	24
Average	-1.6566		-1.520	0.817			

В перших різницях:

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
D(ST_LOANS)	-4.4595	0.0020	-1.521	0.826	0	4	23
D(UONIA)	-4.6162	0.0014	-1.521	0.826	0	4	23
D(DOM_TRAD E)	-5.9898	0.0001	-1.521	0.826	0	4	23
D(GDP)	-5.0967	0.0005	-1.521	0.826	0	4	23
D(UAH_USD)	-4.9080	0.0007	-1.521	0.826	0	4	23
D(OVERNIGHT _DEPOSITS)	-4.6165	0.0014	-1.521	0.826	0	4	23
D(ST_BOND_Y IELD)	-4.8534	0.0008	-1.521	0.826	0	4	23
Average	-4.9343		-1.521	0.826			

Додаток «К»

Оптимальна кількість лагів

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: D(UONIA) D(ST_LOANS) D(UAH_USD) D(ST_BOND_YIELD)
 Exogenous variables: C D(DOM_TRADE) D(GDP)
 Date: 04/21/24 Time: 19:16
 Sample: 2022M02 2024M02
 Included observations: 22

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	155.4451	NA	2.57e-11	-13.04046	-12.44535	-12.90027
1	192.6609	50.74883*	4.06e-12*	-14.96917*	-13.58057*	-14.64206*
2	205.4604	12.79951	7.36e-12	-14.67822	-12.49613	-14.16419

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Додаток «Л» Тест на значимість лагів

VAR Lag Exclusion Wald Tests

Date: 04/21/24 Time: 19:16

Sample (adjusted): 2022M04 2024M02

Included observations: 23 after adjustments

Chi-squared test statistics for lag exclusion:

Numbers in [] are p-values

	D(UONIA)	D(ST_LOANS)	D(UAH_USD)	D(ST_BOND_ YIELD)	Joint
Lag 1	10.37595 [0.0345]	8.077825 [0.0888]	173.1193 [0.0000]	10.14826 [0.0380]	217.5296 [0.0000]
df	4	4	4	4	16

Додаток «М»

Тест Грейджера на ендогенність змінних

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 04/21/24 Time: 19:17

Sample: 2022M02 2024M02

Included observations: 23

Dependent variable: D(UONIA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(ST_LOANS)	9.859420	1	0.0017
D(UAH_USD)	0.033900	1	0.8539
D(ST_BOND_YIELD)	0.281700	1	0.5956
All	9.930095	3	0.0192

Dependent variable: D(ST_LOANS)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(UONIA)	7.976500	1	0.0047
D(UAH_USD)	0.003475	1	0.9530
D(ST_BOND_YIELD)	0.011867	1	0.9133
All	8.054890	3	0.0449

Dependent variable: D(UAH_USD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(UONIA)	5.213374	1	0.0224
D(ST_LOANS)	0.640692	1	0.4235
D(ST_BOND_YIELD)	1.041851	1	0.3074
All	172.2340	3	0.0000

Dependent variable: D(ST_BOND_YIELD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(UONIA)	0.022655	1	0.8804
D(ST_LOANS)	0.335229	1	0.5626
D(UAH_USD)	0.158254	1	0.6908
All	9.716889	3	0.0211

Додаток «Н» Остаточна специфікація моделі

VAR Specification ×

Basics **VAR Restrictions**

VAR type
Standard VAR ▼

Endogenous variables
d(uonia) d(st_loans) d(uah_usd) d(st_bond_yield)

Estimation sample
2022m02 2024m02

Lag Intervals for Endogenous:
1 1

Exogenous variables
c d(dom_trade) d(gdp)

Додаток «П»
Тест залишків на білий шум

Intermediate ADF test results

Series	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
RESID01	-5.4145	0.0002	-1.521	0.834	0	4	22
RESID02	-5.2229	0.0004	-1.521	0.834	0	4	22
RESID03	-4.3250	0.0029	-1.521	0.834	0	4	22
RESID04	-6.5892	0.0000	-1.521	0.834	0	4	22
Average	-5.3879		-1.521	0.834			

Додаток «Р»
Тест залишків на серійну кореляцію

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 04/21/24 Time: 19:38

Sample: 2022M02 2024M02

Included observations: 23

Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	18.36339	16	0.3031	1.207160	(16, 28.1)	0.3212
2	12.51661	16	0.7077	0.752529	(16, 28.1)	0.7206

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	18.36339	16	0.3031	1.207160	(16, 28.1)	0.3212
2	27.98666	32	0.6700	0.765656	(32, 20.0)	0.7559

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

Додаток «С»
Тест залишків на нормальність їх розподілу

VAR Residual Normality Tests
 Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)
 Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal
 Date: 04/21/24 Time: 19:43
 Sample: 2022M02 2024M02
 Included observations: 23

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	1.168757	5.236310	1	0.0221
2	0.756445	2.193470	1	0.1386
3	1.424031	7.773479	1	0.0053
4	0.309082	0.366206	1	0.5451
Joint		15.56946	4	0.0037

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.655198	2.625527	1	0.1052
2	5.717083	7.074934	1	0.0078
3	4.468536	2.066740	1	0.1505
4	3.744423	0.531076	1	0.4662
Joint		12.29828	4	0.0153