

## АДАПТАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ЇЇ ІНСТРУМЕНТАРІЮ В УМОВАХ ПОВНОМАСШТАБНОЇ ВІЙНИ

**Постановка проблеми.** Два роки повномасштабної війни завдали значних збитків усім сферам життя в Україні. Хоча точно або навіть приблизно оцінити втрати неможливо, утім очевидно, що вони колосальні. Фізичне руйнування капіталу, демографічна криза через масову міграцію, соціально-економічна деградація регіону активних бойових дій, мінування території, постійна загроза влучання ракет та уламків й багато інших факторів дуже негативно впливають на фінансову стійкість країни. За нормальних умов метою монетарної політики є забезпечення стабільності цін, проте зрозуміло, що під впливом такого суттєвого шоку як повномасштабна війна, пріоритети змінюються. Головним завданням Національного банку України (далі – НБУ) стала саме підтримка фінансової стабільності та недопущення колапсу економіки, тому використання ринкового інструментарію грошово-кредитної політики також потребувало коректив для адаптації під такі надзвичайні умови. У цьому дослідженні буде розглянуто та проаналізовано, як НБУ вдалося попередити настання кризи та утримувати економіку України у прийнятному стані, враховуючи надзвичайно волатильні умови.

**Виклад основного матеріалу.** До початку повномасштабної війни ціллю монетарної політики було досягнення та підтримки цінової стабільності, а основною функцією НБУ було забезпечення стабільності гривні, що прописано у законі України «Про Національний банк України» [5]. Отже, для досягнення цього НБУ використовував режим інфляційного таргетування і ринкові інструменти, головним з яких є облікова ставка, інтервенції на ринку державних цінних паперів та на валютному ринку й регулювання норми обов'язкових резервів.

У мандатах центральних банків більшості країн світу зазначено, що ціллю його діяльності є підтримка цінової стабільності, проте, наприклад, у США існує й друга ціль – високий рівень зайнятості. НБУ визначає своєю метою лише першу із зазначених, а отже основним шляхом досягнення цього є режим інфляційного таргетування. У 2016 центральний банк України перейшов до нього, встановивши ціль на рівні  $12\% \pm 3\%$  після його історичного максимуму у 43,3% внаслідок анексії Криму та початку війни на Сході. Процес був запланований у три етапи, першим з яких і була «стрімка дезінфляція», потім «досягнення однозначних показників інфляції» -  $8\% \pm 2\%$  та підтримка значення у  $5\% \pm 1\%$  у середньо- й довгостроковій перспективі [1, с. 4]. У цілому, із поставленим завданням НБУ справлявся успішно, послідовно досягаючи визначених таргетів, проте у 2021 році інфляція

піднялась до 9% внаслідок коронакризи з 5% у 2020, але вже у 2022 почалось дуже стрімке зростання: до 26,6% у річному вимірі.

Ріст цін, який виникає внаслідок перегріву економіки зазвичай менш різкий та для стабілізації ситуації не вимагає значних змін, або принаймні вони впроваджуються поступово. Війна ж є нетиповим макроекономічним шок, тому у цьому випадку як причини інфляції, так і методи боротьби з нею інакші. 15 квітня 2022 року Рада НБУ схвалила «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану» (далі – Основні засади), де зазначається, що «Зниження дієвості ринкових інструментів та висока невизначеність в умовах повномасштабних бойових дій унеможливають здійснення монетарної політики в форматі інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом». Наразі НБУ визначає головними цілями підтримку стійкої банківської та фінансової системи. В Основних засадах також прописано, що «За таких умов Національний банк України може тимчасово не покладатися на застосування ринкових монетарних інструментів, зокрема ключової (облікової) ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.» [2]. Отже, з цього випливає, що активізується використання більш комплексного підходу щодо регулювання економіки.

Хоча облікова ставка вже не є основним інструментом, проте на початку червня 2022 НБУ підняв її з 10% до 25%, що було дуже радикальним кроком, але безумовно необхідним. Рішення про збільшення цього показника на 15% було рівнозначною відповіддю на зростання інфляції з 9% до 26,6%, як зазначалося раніше. Саме у червні ріст цін набув піку з початку повномасштабної війни, тому цей інструмент успішно впорався з погашенням, адже вже у липні індекс споживчих цін знизився до 100,7% з 103,1% і надалі продовжував перебувати на такому рівні. Не дивлячись на стабільну ситуацію, облікову ставку було зменшено до 22% лише у липні 2023, а потім поступово до 15% у грудні 2023 року так, що у річному вимірі того року інфляція перебувала на рівні 5,1% [6].

Кон'юнктура завжди знаходиться під впливом багатьох чинників, одним з яких є очікування економічних акторів, тобто – населення країни. Самого факту початку повномасштабної війни було достатньо, щоб викликати паніку та послабити довіру до інституцій й національної валюти. Одразу ж 24 лютого НБУ ввів обмеження на операції з валютою, наприклад, заборонялося робити грошові перекази в іноземних грошових одиницях на рахунок юридичних осіб, вивозити за кордон більш ніж 10,000 євро, знімати з рахунків валюту в еквіваленті більш ніж на 100,000 грн. та навіть були рестрикції на обмін – все з метою збереження достатніх валютних резервів. Найдорожчим заходом стала фіксація курсу на рівні 29,25 гривень за долар США, у липні того ж року його підвищили до 36,57 грн. за долар, а відпустив його до режиму «керованої гнучкості» лише 3 жовтня 2023 року, проте за таких умов він виріс максимально до 38 грн. наприкінці грудня, що за словами голови НБУ охарактеризували як нормальне сезонне явище [3].

Це стало можливим завдяки досить низькому рівню інфляції, найбільшими за історію України валютним резервам, які підтримуються за рахунок міжнародної фінансової допомоги, а також стабільному попиту на ОВДП. Такі зміни стосуються лише міжбанківського валютного ринку, при чому з назви режиму можна зрозуміти, що хоча чітко визначеного значення курсу не буде, проте й сильних коливань також, бо НБУ все ж утримуватиме його значення у певних межах. Свого піку інтервенції досягли саме у червні-липні, коли сальдо купівлі-продажу валюти склало 1424,11 млн дол. США також у відповідь на стрімке зростання інфляції. Потім вже менші за розміром купівлі НБУ валюти відбувались по мірі росту ІСЦ у 2022 році, а наступні значні витрати на це відбулись у жовтні 2023, коли курс відпустили до «керованої гнучкості» на суму 1163,74 млн дол. США [7]. Станом на кінець лютого 2024 року розмір валютних інтервенцій складає 3827,01 млн дол. США, що значно менше у порівнянні з минулим роком.

Хоча на утримання курсу були виділені значні кошти, проте це було необхідно для утримання фінансової стабільності, забезпечення валютних резервів на достатньому рівні, а також уникнення паніки з боку населення. Загалом з початку повномасштабної війни було на це було витрачено близько 55 млрд грн, що стало можливим виключно завдяки міжнародній фінансовій допомозі, адже бюджетні доходи переважно йдуть на військові потреби. Важко уявити, наскільки би девальвувала гривня, якби не було вжито цих заходів., адже окрім загального падіння валюти також міг відбутись дефіцит на товарному ринку, бо Україна суттєво залежить від імпорту, і багато в чому від обмінного курсу. Наразі міжнародні валютні резерви становлять 38533,53 млн дол. США, а минулого року 40 млн дол., що було історичним максимумом. Хоча ці кошти досить швидко витрачаються на різні потреби держави, наприклад покриття постійно зростаючого бюджетного дефіциту або вже згадані інтервенції, запаси є достатніми, щоб забезпечити безперебійне функціонування державного сектора та утримання обмінного курсу на деякий час без вливання додаткових коштів. Тим не менш навіть у короткій перспективі не варто розраховувати на підтримку витрат на поточному рівні за умови відсутні достатньої міжнародної фінансової допомоги, що фактично робить Україну залежною від цього.

Починаючи з 2022 року особливої популярності набрали ОВДП як серед громадян, так і з боку держави через низку переваг з обох сторін. Для українців це непоганий спосіб отримувати пасивний дохід, який вважається безризиковим із середньорічною дохідністю на рівні 18,5% річних, тим самим підтримуючи свою країну, особливо якщо мова йде про військові облігації, адже мотивація вкладати кошти в перемогу навіть більша. Зокрема, важливим фактором популярності ОВДП серед населення є зручність та простота їх придбання, адже будь-хто може їх купити через визначені банки, інвестиційні організації або просто через платформу Дія, і все це у режимі онлайн. З боку держави це дуже ефективний інструмент для залучення

коштів з внутрішнього боргу на покриття дефіциту бюджету та інших витрат, на які міжнародні кошти витратити не можна, наприклад, на військові потреби. Таким чином, лише за 2022 рік Міністерство фінансів України розмістило на первинному ринку цінних паперів ОВДП на 594,384 млн грн. загалом, а у 2023 – на 401,785 млн грн. Бум в емісії облігацій на суму 113770,01 млн грн. відбувся у червні 2022 року для погашення стрімко зростаючої інфляції та покриття витрат на валютні інтервенції. Таке активне залучення коштів сприяє швидкому накопиченню внутрішнього боргу країни так, що станом на 31 січня 2024 року внутрішній гарантований борг склав 1,79 млрд дол. США. Оскільки ОВДП випускають і в іноземній валюті загалом за минулий рік було розміщено облігацій на 3688,27 млн дол., тому зовнішній гарантований борг наразі складає 7,02 млрд дол. США [8].

Встановлення норми обов'язкового резервування залучених коштів комерційних банків є також одним з інструментів грошово-кредитної політики. На відміну від проаналізованих вище, у цьому випадку активність використання була значно меншою. До початку повномасштабної війни норма резервування для коштів на вимогу та строкових вкладів у валюті складала 10%, а у гривні – її взагалі не було. Це змінилося аж на початку 2023 року, зі збільшенням обох показників на 5% [9]. Таке відтермінування вживання заходів було зумовлене необхідністю забезпечення комерційних банків валютною ліквідністю на достатньому рівні, тому цей інструмент не використовувався для подолання інфляції на її піку у 2022 році. Натомість зараз, коли валютні резерви є достатніми, по вкладах строковим та на вимогу у гривні норма резервування становить 10% та 20% для фізичних та юридичних осіб відповідно, а у валюті – 20% і 30% [9].

**Висновок.** Отже, беручи до уваги всі наявні умови, які можна охарактеризувати як дуже волатильні, адже немає жодних гарантій про завтрашній день, НБУ добре виконує свої функції та завдання. Завдяки комплексному підходу до монетарної політики, результатами її адаптації стало зниження інфляції з 26,6% у 2022 році до 5,1% у 2023 році, що є вражаючим за умов повномасштабної війни. Станом на зараз фінансова система України досить стабільна, економіка працює, і найголовніше – не відбулось її колапсу та кризи, що було можливим сценарієм. Це стало досяжним за рахунок вчасного підвищення облікової ставки НБУ рівнозначно збільшенню інфляції, а також фіксації обмінного курсу, яке відбулось фактично у день повномасштабного вторгнення. Звісно, на це все витрачаються значні кошти, які доступні уряду з міжнародної допомоги та випуску ОВДП, але можна припустити, що значно дорожче було б виправляти наслідки бездіяльності. Тим не менш, варто пам'ятати, що всі кошти, які надані на зовнішньому та внутрішньому ринках у борг, мають бути повернені. Динаміка дефіциту державного бюджету, а за ним і заборгованості, постійно зростає, перевищуючи встановлене критичне значення у 60% від ВВП, що є не дивним за таких умов. Загроза від

перевищення цього відношення значення у 100% не обов'язково зробить борговий тягар непід'ємним, бо на практиці існують країни із сумою боргу навіть у два рази більше за ВВП, при цьому їх економіка є однією з передових, наприклад, Японія. Варто лише витратити запозичені кошти не лише на поточне споживання, а й у реальний сектор. У майбутньому треба буде знову адаптувати монетарну політику та її інструментарій, але вже з метою економічного розширення для якнайшвидшої відбудови.

### *Список використаних джерел*

1. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (IT). Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/article/IT\\_nbu\\_pr\\_2016-03-16.pdf?v=7](https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=7).
2. ОСНОВНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ПЕРІОД ВОЄННОГО СТАНУ. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdIrBPNWeMzk>.
3. Перехід від фіксованого до гнучкого курсу: як змінювалася вартість долара в Україні. Слово і Діло. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2024/01/12/infografika/finansy/perexid-fiksovanoho-hnuchkoho-kursu-yak-zminyuvalasya-vartist-dolara-ukrayini>.
4. Чи здорожчає долар і навіщо НБУ скасував фіксований курс гривні - BBC News Україна. BBC News Україна. URL: <http://surl.li/qqqmb>.
5. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV : станом на 1 січ. 2024 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> (дата звернення: 28.02.2024).
6. Облікова ставка НБУ (1992-2024). Міністерство фінансів України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/refinance/>.
7. Результати валютних інтервенцій НБУ (2023). Міністерство фінансів України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/intervention/2023/>.
8. Щодо державного та гарантованого державою боргу України : Інформ. довідка від 31.01.2024 р.
9. Обов'язкові резерви. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/money-market/reserve-requirements-chart>.