

DOI: 10.18523/2519-4739.2024.9.1.54-65

УДК 336.7:338.2

Лук'яненко І. Г.

<https://orcid.org/0000-0002-4128-5909>

Гречаний П. О.

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ПІД ЧАС ВІЙНИ

Метою статті є поглиблений статистичний аналіз воєнної грошово-кредитної політики Національного банку України. Досліджено, як змінювалася стратегія монетарної політики, адміністративні обмеження, показники грошового ринку України та макроекономічні показники упродовж лютого 2022 р. – квітня 2024 р. На основі проведеного статистичного аналізу виявлено, що передбачені стратегією монетарної політики адміністративні обмеження, впроваджені регулятором щодо фізичних та юридичних осіб, досягли бажаного результату. Показники попиту та пропозиції валюти на ринку скоротились удвічі. Як показує платіжний баланс України, скоротилось і виведення валюти за кордон у формі кредитних платежів, відсотків, дивідендів та ренти, що суттєво знизило тиск на національну валюту, що яскраво спостерігається під час аналізу платіжного балансу України.

У розрізі аналізу макроекономічних показників результати дослідження показали, що завдяки вжитим заходам у монетарній політиці Національному банку вдалося стримати тиск на національну валюту та стабілізувати інфляцію вже до початку четвертого кварталу 2022 р., а вже в четвертому кварталі 2023 р. вдалося повернути інфляцію в межі інфляційної мети. Однак, у зв'язку з тривалим застосуванням режиму фіксованого обмінного курсу, відчутно зросли інтервенції Національного банку, спричинивши неабиякий тиск на міжнародні резерви та створивши помітну залежність України від допомоги міжнародних партнерів. Також спостерігаються й інші фактори. Рекордні обсяги валюти поза банками свідчать про збереження панічних настроїв у населення та зниження довіри до банківської системи. Окрім цього, адміністративні валютні обмеження негативно вплинули на розрив між сукупним обсягом імпорتنих та експортних операцій, що в перспективі може завдати подальшому економічному розвитку України. Незважаючи на виклики, як-от зростання обсягів валюти поза банками, та помітну залежність від міжнародної допомоги, важливо підкреслити, що впроваджені заходи допомогли зменшити ризики та поліпшити фінансову стабільність країни, що свідчить про здатність Національного банку ефективно реагувати на економічні виклики та забезпечувати стійкість фінансової системи України в кризових умовах.

Ключові слова: монетарна політика, адміністративні обмеження, режим фіксованого обмінного курсу, режим керованої гнучкості, трансмісійний механізм, ризик, банківська система, фінансова стабільність, воєнні дії, повоєнне відновлення.

JEL classification: E52, E61, E65

Вступ і постановка проблеми. Незважаючи на непросту економічну ситуацію в Україні до початку повномасштабного вторгнення, банківська система в перші дні вторгнення продемонструвала

стійкість, злагодженість та ознаки якісної підготовки до подолання непередбачуваних подій та нових викликів. Першим кроком Національного банку України (НБУ) після введення воєнного

стану було прийняття Постанови «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» (2022, 24 лютого). Серед її положень варто звернути увагу на такі:

- призупинення роботи валютного ринку України, окрім операцій продажу іноземної валюти;
- впровадження фіксованого обмінного курсу;
- мораторій на транскордонні валютні платежі.

Упродовж дії воєнного стану в цю постанову вносили численні зміни, доповнення та поправки. Змінювалася також і стратегія монетарної політики, і далі змінюються інструменти сучасної грошово-кредитної політики. Отже, у сучасній економічній історії України виникає потреба у структуруванні та аналізі поточних змін у монетарній політиці, а також дослідженні ефективності впроваджених змін і їхнього впливу на макроекономічні показники, зокрема на динаміку ринкового курсу гривні та темпів інфляції.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Проблематику монетарної політики у воєнний період досліджують переважно вітчизняні науковці, серед яких О. Петрик, О. Шаров, В. Козюк, В. Лепушинський та ін. Зокрема, О. Петрик аналізує ефективність монетарної політики з погляду курсової політики та валютного ринку, наголошуючи на тому, що жорстка прив'язка гривні до долара США сприяла стабілізації курсових та інфляційних очікувань (Петрик, 2022). О. Шаров досліджує міжнародний досвід монетарної політики та доходить висновку про відсутність загальноприйнятого стандарту для монетарної політики під час війни. Автор наголошує, що стратегія, запроваджена Національним банком, тісно корелює з монетарними рішеннями Центрального банку Хорватії під час балканських війн у 90-х роках ХХ ст. (Sharov, 2022). На думку В. Козюка, ефективність монетарної політики під час війни допомогла успішно уникнути масштабної макрофінансової дестабілізації, хоча й існують виклики, пов'язані з комунікацією та адаптацією монетарної політики до реалій війни (Козюк, 2023). В. Лепушинський серед основних досягнень монетарної політики НБУ під час війни називає уникнення демонетизації економіки, ефективного функціонування банківської системи та дотримання Національним банком свого мандату (Лепушинський, 2024). У працях інших науковців і практиків проаналізовано й інші аспекти особливостей проведення монетарної політики в умовах підвищених ризиків та її впливу на інші сектори української економіки (Лук'яненко та ін., 2022; Lepushynskiy, 2022; Lukianenko et al., 2022; Sova & Lukianenko, 2022; Hlazunov et al., 2023).

Невирішені частини проблеми. Аналіз недавніх досліджень і публікацій, що стосуються теоретичних та емпіричних аспектів монетарної політики під час війни, показує, що, попри увагу до проблематики монетарної політики під час воєнного стану, залишаються нерозв'язаними деякі ключові аспекти, а саме: зміна стратегії монетарної політики в умовах зростання та зниження воєнних та економічних ризиків, структуризація хронології адміністративних обмежень та їхній вплив на грошовий ринок та макроекономічні показники. Окрім цього, порівняльний аналіз попередніх досліджень охоплює лише обмежену кількість макроекономічних показників і не враховує, наприклад, аналізу платіжного балансу України.

Метою статті є проведення системного аналізу стратегії монетарної політики НБУ, враховуючи динаміку адміністративних валютних обмежень, та дослідження зміни в основних макроекономічних показниках і показниках грошового ринку в умовах підвищених ризиків та воєнних дій.

Основні результати дослідження. Передусім запорука стійкості банківської системи – це наявність високого ступеня довіри до центрального банку. Після початку повномасштабного вторгнення рівень довіри до НБУ зріс до 55 % (Соціологічна служба Центру Разумкова, 2022). Високий ступінь довіри зберігався і протягом 2023 р. – 51 % респондентів (Фонд «Демократичні ініціативи» імені Ілька Кучеріва, 2023). Маючи високий ступінь довіри, Національний банк може ефективно здійснювати заходи з ведення грошово-кредитної політики, розраховуючи на очікувані ефекти від них.

Завдяки високому ступеню довіри Національному банку вдалось ефективно і контролювано впровадити зміну монетарної політики. До початку повномасштабного вторгнення в Україні спостерігався режим інфляційного таргетування, а вже після вторгнення монетарна політика перейшла в режим фіксованого обмінного курсу. Закріплення національної валюти до стабільної валюти є поширеною стратегією в кризових періодах, оскільки в часи невизначеності фіксація обмінного курсу дає змогу економічним агентам ухвалювати рішення, ґрунтуючись на передбачуваних факторах. Окрім цього, фіксація дає змогу контролювати інфляційний тиск, оскільки це допомагає заякорити інфляційні очікування населення та бізнесу.

Однак ризики стабільності фінансової системи, спричинені війною, викликали потребу в більш інноваційних методах ведення

монетарної політики. 15 квітня 2022 р. Рада НБУ ухвалила документ під назвою «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану» (Національний банк України, 2022), який визначає стратегію монетарної політики Національного банку під час війни. У ній зазначено оновлену мету політики НБУ – надійне та стабільне функціонування фінансової системи України разом із забезпеченням потреб оборони України, системи державних фінансів та фінансів об'єктів критичної інфраструктури.

У цьому документі також наголошено на неможливості застосування режиму інфляційного таргетування з плаваючим валютним курсом, оскільки канали трансмісійного механізму в період воєнного стану також втрачають свою ефективність. Загалом, оновлений перелік інструментів грошово-кредитної політики НБУ охоплює лише адміністративні обмеження на валютному ринку та ринку капіталів. Також наголошено, що співпраця Уряду та НБУ обмежуватиметься лише дипломатичними ініціативами – немає будь-яких положень щодо фіскального домінування.

Зазначено, що НБУ також не має наміру фіксувати обмінний курс протягом тривалого терміну, а встановлені обмеження будуть скасовуватися в міру подолання проблем, що стосуються виробництва, транспортування, блокади експорту, низьких валютних надходжень, виведення капіталу та роботи валютного ринку.

На підставі аналізу «Основних засад грошово-кредитної політики на період воєнного стану» можна провести порівняння монетарної політики в мирний час та в період дії воєнного стану (див. табл. 1).

На початку повномасштабної війни стратегія «облоги» валютного ринку в Україні була ефективною, але з часом це могло б загрожувати економічній стабільності, оскільки така стратегія

деформує внутрішні ринки та збільшує валютні ризики на підприємствах.

У червні 2023 р. НБУ дещо оновив стратегію грошово-кредитної політики, випустивши звіт про «Стратегію пом'якшення валютних обмежень, перехід до більш гнучкого обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування» (Національний банк України, 2023), в якому визначено три пріоритети подальшого розвитку політики: пом'якшення валютних обмежень, перехід до більш гнучкого обмінного курсу та повернення до режиму інфляційного таргетування.

У контексті пом'якшення валютних обмежень НБУ розробив Дорожню карту з трьома етапами, що передбачають мінімізацію множинності обмінних курсів і лібералізацію торгових операцій, усунення обмежень у фінансуванні зовнішньоекономічних операцій та дозвіл на здійснення закордонних платежів за кредитами та інвестиціями.

Зазначено, що перехід до більш гнучкого обмінного курсу має бути невимушеним і поступовим. На початкових етапах переходу важливо зберегти стабільність курсу, мінімізуючи вплив внутрішніх шоків. Формування належних передумов до переходу до більшої гнучкості передбачатиме пом'якшення деяких валютних обмежень, але зі збереженням інших для забезпечення стійкості курсу.

Під час нормалізації монетарної політики Національний банк планує поступово відновити основні операції за обліковою ставкою та встановити симетричний коридор процентних ставок, де облікова ставка має бути основним індикатором вартості грошей в економіці.

Наступна суттєва зміна в монетарній політиці НБУ відбулася в жовтні 2023 р., коли монетарна політика перейшла в режим керованої гнучкості. За новим режимом було скасовано фіксацію

Таблиця 1. Порівняння елементів монетарної політики в мирний та воєнний періоди

Елемент монетарної політики	Мирний час	Воєнний стан
Ключові функції	Цінова стабільність, фінансова стабільність, сталий економічний розвиток	Цінова стабільність, фінансова стабільність, забезпечення сталої діяльності банківської системи
Основний інструмент монетарної політики	Ключова процентна ставка	Фіксація обмінного курсу, адміністративні обмеження
Обмінний курс	Плаваючий обмінний курс	Фіксований обмінний курс
Інтервенції Національного банку	Виконуються для пом'якшення волатильності обмінного курсу	Виконуються для підтримки фіксованого рівня обмінного курсу
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

Джерело: складено авторами на основі Постанови НБУ № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» (2022, 24 лютого)

обмінного курсу, який відтепер почав формуватися на міжбанківському валютному ринку. Однак Національний банк зберігає контроль над ситуацією на валютному ринку й компенсує структурний дефіцит валюти, згладжуючи курсові різниці.

Операційний дизайн монетарної політики також зазнав унікальних змін. У жовтні 2023 р. НБУ вирівняв облікову ставку з рівнем ставки за депозитними сертифікатами овернайт. Це обґрунтовується тим, що більшість операцій на першому рівні банківської системи відбувається саме в розрізі депозитних сертифікатів овернайт.

Зрівнявши дві ставки, НБУ повернув обліковій ставці статус основного індикатора вартості грошей в економіці, яким до цього було прийнято вважати саме ставку за депозитами овернайт. Модернізація операційного дизайну монетарної політики також передбачає використання тримісячних депозитних сертифікатів, що стимулюватиме банки довше зберігати гривневі депозити, що сприятиме також курсовій стійкості.

Проаналізувавши стратегію НБУ у впровадженні монетарної політики під час війни, можна зробити висновок, що принципи діяльності

Таблиця 2. Динаміка обмежень Національного банку для фізичних осіб

Дата	Зняття готівки	Зняття готівки за кордоном	Транскордонні перекази між фіз. особами	Купівля іноземної валюти
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)	Без змін	Без змін	Без змін
21.03.2022	Ліміт – 100 тис. грн/день (лише для іноземної валюти)	Ліміт – 100 тис. грн/міс.	Ліміт – 100 тис. грн/міс. (лише для валютних рахунків)	Без змін
20.05.2022	Без змін	Ліміт – 50 тис. грн/міс.	Без змін	Без змін
21.07.2022	Без змін	Ліміт – 12,5 тис. грн/тиж.	Ліміт – 30 тис. грн/міс. (для гривневих рахунків)	Купівля іноземної валюти на депозит – 50 тис. грн / 3 міс. строк
29.09.2022	Без змін	Без змін	Заборона на переказ з гривневих рахунків	Купівля іноземної валюти на депозит – 100 тис. грн / 3 міс. 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 валютних рахунків). Заборона переказу з гривневого рахунку	Можливість купівлі іноземної валюти на депозит – 100 тис. грн / 3 міс. строк
28.08.2023	Без змін	Без змін	Без змін	Знято обмеження обов'язковості депозиту. Ліміт – 50 тис. грн / міс. Збільшено ліміт купівлі валюти з подальшим розміщенням на депозит – 200 тис. грн / 3 міс.
30.11.2023	Без змін	Без змін	Без змін	Знято всі 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 валютних рахунків). Заборона переказу з гривневого рахунку	Знято всі обмеження на продаж готівкової валюти. Дозволено купівлю безготівкової іноземної валюти на суму до 50 тис. грн на місяць

Джерело: складено авторами на основі Постанови НБУ № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» (2022, 24 лютого, редакція від 04.05.2024)

Національного банку залишаються незмінними в період дії воєнного стану. Цілі під час воєнного стану не змінюються, однак доповнюються з огляду на те, що країна перебуває у стані війни. Відмінності полягають у наборі інструментів, які використовує регулятор. У мирний час основним інструментом монетарної політики є ключова процентна ставка, у воєнний період – фіксований обмінний курс (до жовтня 2023 р.) та адміністративні обмеження на валютному ринку. Фінансування дефіциту бюджету досі залишається неприпустимим, окрім критичних випадків.

Аналіз стратегії НБУ у здійсненні грошово-кредитної політики в умовах воєнних дій доцільно доповнити аналізом безпосереднього впровадження цієї політики, яка виражається у формі введення адміністративних обмежень та фіксації обмінного курсу. Ці обмеження здебільшого стосувались операцій на валютному ринку. Головна мета таких обмежень – стримати вплив іноземної валюти з України та запобігти зростанню ринкового курсу долара до гривні.

Після введення воєнного стану Національний банк України оприлюднив Постанову Правління НБУ від 24 лютого 2022 р. № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану». На час війни цей документ є основним нормативно-правовим актом, який окреслює адміністративні обмеження, введені Національним банком.

Загалом, обмеження в цій постанові можна поділити на дві категорії: обмеження для фізичних осіб та обмеження для юридичних осіб.

Фізичних осіб стосуються такі обмеження:

- обмеження на зняття готівки з поточних гривневих та валютних рахунків;
- обмеження на зняття готівки з гривневих рахунків за кордоном;
- обмеження на грошові перекази фізичних осіб на картки фізичних осіб за кордон (P2P перекази);
- обмеження на купівлю іноземної валюти в комерційних банках (через касу);
- обмеження на купівлю іноземної валюти в комерційних банках (онлайн).

Мета цих нововведень – обмежити доступ фізичних осіб до неконтрольованого рівня купівлі іноземної валюти та виведення такої валюти з України. Найбільші обмеження діяли в перші місяці війни – повна заборона купівлі валюти, заборона міжнародних переказів, заборона зняття готівки з рахунків в іноземній валюті. Однак поступово ці обмеження або послаблювались, або скасовувались. Натомість обмеження стосовно міжнародних переказів за кордон поступово посилювались для запобігання спекулятивній поведінці та нецільовому виведенню коштів. Станом на квітень 2024 р. обмеження, що стосуються операцій на валютному ринку, більш слабкі, ніж на початку повномасштабного вторгнення. Це

Таблиця 3. Динаміка обмежень Національного банку для підприємств

Дата	Оплата імпорту	Термін погашення	Погашення боргів	Перекази в іноземній валюті філіям
24.02.2022	Заборона, окрім критичного імпорту	Без обмежень	Повна заборона	Повна заборона
04.03.2022	Поступове збільшення переліку	Без змін	Без змін	Без змін
04.04.2022	Без змін	90 днів	Без змін	Без змін
07.06.2022	Без змін	120 днів	Без змін	Без змін
07.07.2022	Без змін	180 днів	Без змін	Без змін
29.09.2022	Без змін	Без змін	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	Без змін	Без змін	Дозволено погашати відсотки за кредити, отримані після 20 червня 2023 р. Максимальна річна ставка – 12 %, термін – 3 роки	Без змін
30.11.2023	Розширено перелік послуг	Без змін	Без змін	Без змін
Квітень 2024	Без обмежень на товари. Деякі обмеження на послуги	180 днів	Оплата % за кредити, отримані після 20 червня 2023 р.	Можливі перекази на користь філій

Джерело: складено авторами на основі Постанови НБУ № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» (2022, 24 лютого, редакція від 04.05.2024)

пом'якшення відбувається на фоні реалізації стратегії з пом'якшення обмежень. Вище в табл. 2 подано хронологію обмежень для фізичних осіб.

Для юридичних осіб суттєвими стали такі види валютних обмежень:

- обмеження щодо оплати імпортованих товарів;
- обмеження щодо терміну погашення заборгованості за експортно-імпортними операціями;
- обмеження щодо погашення боргів перед іноземними установами;
- обмеження щодо переказів, здійснених в іноземній валюті, на користь філій чи структурних підрозділів.

Обмеження для юридичних осіб більше стосувались обмеження транскордонного руху валюти, а не операцій на внутрішньому валютному ринку. У перші дні війни підприємствам було заборонено оплачувати некритичні товари, погашати кредити перед іноземними кредиторами і неможливо було перераховувати кошти на рахунки структурних підрозділів та філій. Близьче до початку 4 кварталу 2022 р. обмеження було послаблено і підприємства отримали змогу більш вільно виводити валюту за кордон. Динаміку змін валютних обмежень для юридичних осіб представлено вище в табл. 3.

Оцінити ефективність таких обмежень дає змогу статистика НБУ щодо грошового ринку. На рис. 1 показано операції на безготівковому валютному ринку упродовж 2020–2024 рр. Спостерігається різке падіння 24 лютого 2022 р. у зв'язку з обмеженням доступу до безготівкового ринку фізичним особам. Також відстежуються пікові обсяги купівлі та продажу валюти в липні 2022 р., які чітко накладаються на дати першої зміни фіксованого офіційного курсу гривні до долара США.

Порівнюючи середньодобові обсяги купівлі-продажу безготівкових коштів у період з 16.04.2020 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. табл. 4).

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. Аналізуючи динаміку та обсяг операцій на валютному ринку, можна припустити, що Національному банку вдалося скоротити та стабілізувати попит на ринку.

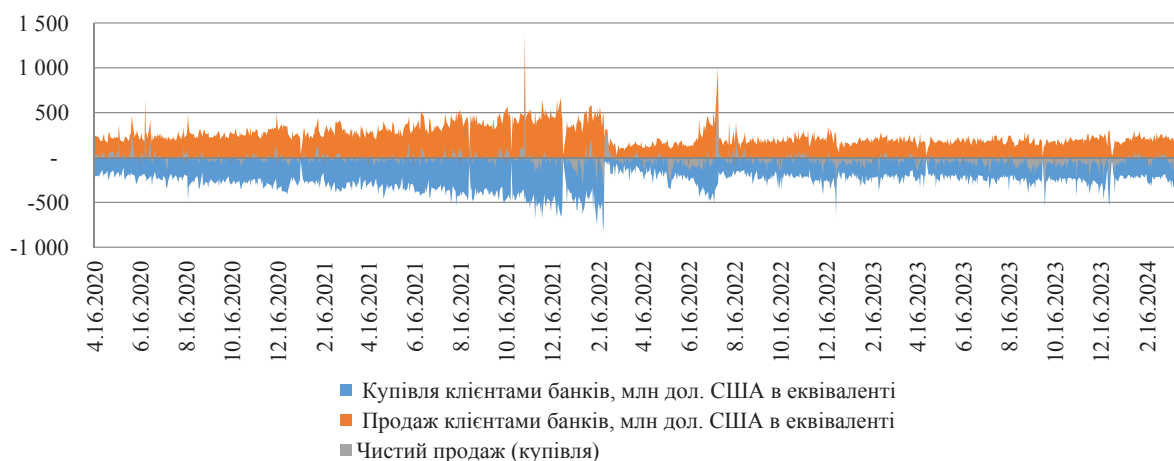


Рис. 1. Операції на безготівковому валютному ринку (всі учасники)

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

Таблиця 4. Порівняння середнього обсягу попиту та пропозиції валюти

Період	16.04.2020 – 24.02.2022	24.02.2022 – 04.04.2023	Абсолютна різниця (млн дол. США)	Зміна, %
Середній обсяг купівлі (млн дол. США)	336	234	(102)	-44
Середній обсяг продажу (млн дол. США)	330	196	(134)	-68

Джерело: складено авторами на основі статистики Національного банку України

Досліджуючи ефективність заходів НБУ з утримання відпливу капіталу, варто спиратися на статистику платіжного балансу. Роль цього показника в умовах війни не можна переоцінити, оскільки дефіцит платіжного балансу означає чистий відплив валюти з України, що безпосередньо впливає на девальвацію гривні. Тривалий дефіцит поточного рахунку, за відсутності плаваючого валютного курсу та падаючого експорту, покривається за рахунок резервів Національного банку. Отже, платіжний баланс створює додаткове навантаження на можливість Національного банку тримати фіксований курс гривні. Тому метою НБУ є обмеження не лише купівлі-продажу іноземної валюти, а й відпливу валюти.

Аналізуючи виплати в частині «дохід від інвестицій», бачимо, що в період до початку повномасштабного вторгнення з України виходило валюти більше, ніж після початку (див. рис. 2).

Слід зазначити, що до війни валюта переважно виходила у формі дивідендів, відсотків та ренти, які після введення воєнного стану були суттєво обмежені Постановою Національного банку України № 18 «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» (2022, 24 лютого), через що й скоротилися виплати. Для порівняння: середні виплати за інвестиціями на місяць у 2021 р. становили

1,651 млн дол. США, тоді як у 2022 р. – 392 млн дол. США. Однак у 2023 р. середньомісячні виплати збільшилися до 583 млн дол. США.

Аналізуючи баланс товарів і послуг, можна зробити висновок, що протягом останніх років не вдалося втримати малий розрив між експортом та імпортом товарів і послуг через суттєве скорочення експорту та збільшення імпорту (див. рис. 3).

Аналіз динаміки обсягів прямих іноземних інвестицій дає змогу зробити висновок про збільшення відпливу інвестицій упродовж 2023 р., коли юридичним особам регулятор поступово дозволив виводити капітал за кордон, що й викликало зростання чистого витоку інвестицій (див. рис. 4).

Також спостерігається значне нагромадження готівкової іноземної валюти, що зберігається поза банками. Якщо порівняти з мирним часом, то нагромадження іноземної валюти загалом зросло. Суттєве зростання спостерігається з початку липня 2023 р., відколи НБУ зняв усі обмеження на продаж готівкової валюти населенню (див. рис. 5).

Розуміючи стратегію та характер адміністративних обмежень діяльності Національного банку під час воєнного стану, розглянемо, як змінилися макроекономічні показники протягом цього періоду.

Національному банку вдалося уникнути неконтрольованої інфляції у 2022 та 2023 р. Максимальне значення інфляції припало на жовтень

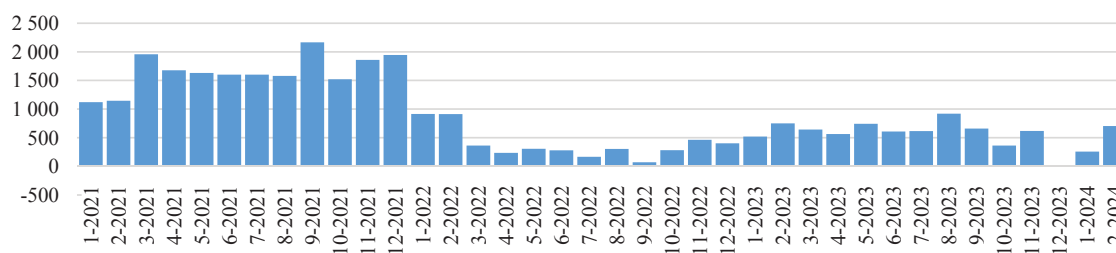


Рис. 2. Виплати в частині «дохід від інвестицій» платіжного балансу України, млн дол. США
Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

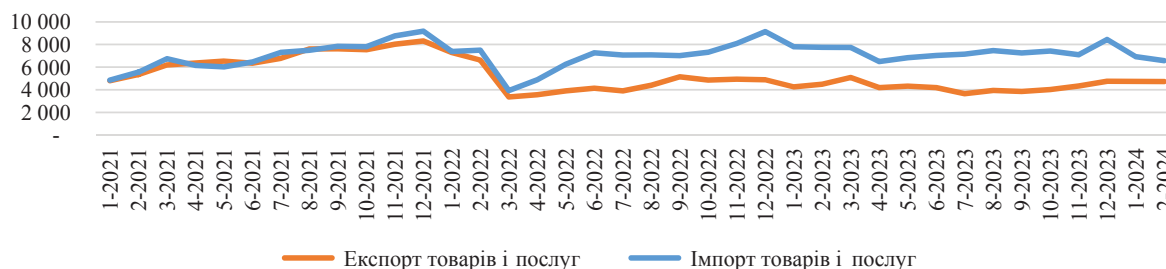


Рис. 3. Баланс товарів і послуг, млн дол. США

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

2022 р., коли індекс споживчих цін зріс на 26,6 % рік до року. Однак починаючи з жовтня 2023 р. НБУ вдалося повернути індекс споживчих цін у діапазон мети щодо інфляції, що є передумовою подальшого полегшення валютних обмежень (див. рис. 6).

Порівняльний аналіз статистичних даних офіційного курсу НБУ та обсягу валютних інтервенцій Національного банку дає змогу зробити висновок про зростання інтервенцій НБУ з січня 2022 р. Можна припустити, що це пов'язано з активним накопиченням валюти економічними агентами та населенням у відповідь на перші натяки на можливість майбутнього російського вторгнення. Після 24 лютого 2022 р.

попит на валюту лише збільшився, а оскільки курс був зафіксованим на цей період на рівні 29 гривень за долар США, то для утримання курсу НБУ суттєво збільшив рівень валютних інтервенцій (див. рис. 7).

На початку періоду дії воєнного стану накопичені чисті резерви Національного банку становили 19 млрд дол. США. Оскільки цієї суми не вистачило б для тривалої фіксації обмінного курсу, міжнародні резерви поступово поповнювалися допомогою міжнародних партнерів. Згідно з пресрелізом НБУ, на валютні рахунки НБУ лише упродовж 2023 р. надійшло близько 42,7 млрд дол. США (Національний банк України, 2024а) (див. рис. 8).

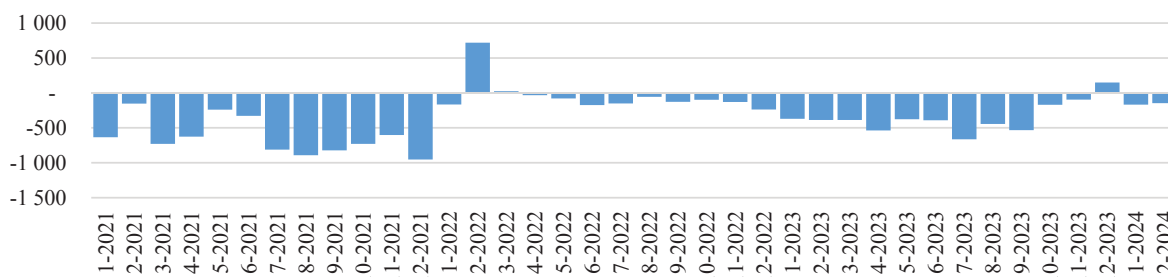


Рис. 4. Прямі інвестиції (сальдо) в Україну

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

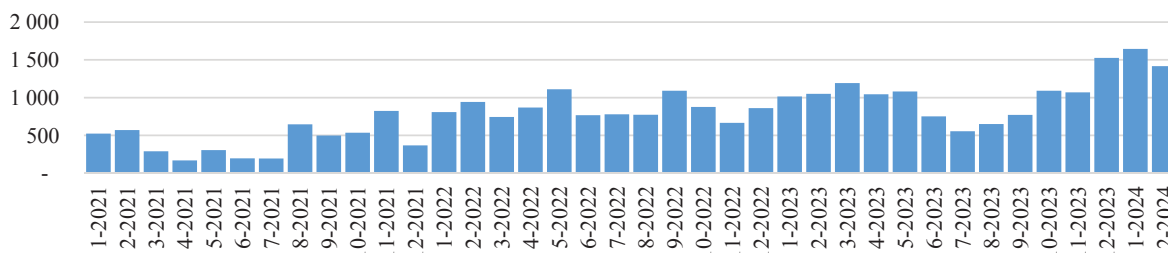


Рис. 5. Готівкова валюта поза банками

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

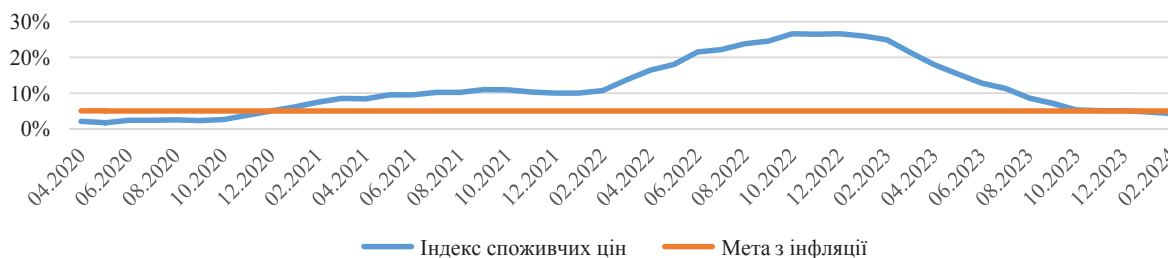


Рис. 6. Динаміка зростання інфляції та мети щодо інфляції

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

Окрім міжнародної підтримки, Україна поповнювала міжнародні резерви за рахунок розміщення ОВДП. За даними НБУ, 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 (Національний банк України, 2024b) (див. рис. 9).

Загалом, можна зробити висновок, що ситуація з міжнародними резервами не видається 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. Припускається, що у зв'язку з частковим відходом від фіксованого валютного курсу

інтервенції НБУ потенційно можуть скоротитись, що поверне стратегію валютних інтервенцій до їхньої довоєнної форми, за якої вони використовують інтервенції лише як засіб згладжування валютних коливань, а не як основний інструмент забезпечення стабільності гривні.

Висновки. Результати проведеного поглибленого статистичного дослідження дають змогу зробити такі висновки. Стратегія монетарної політики НБУ на початку повномасштабного російського вторгнення передбачала повну прив'язку гривні до долара, водночас операції на валютному ринку суттєво обмежились. Також НБУ закрит більшість шляхів витоку валюти за кордон. Таких заходів було вжито для утримання витоку валюти за кордон і зменшення паніки на валютних ринках, які могли б спричинити істотний тиск на національну валюту. Згодом адміністративні обмеження

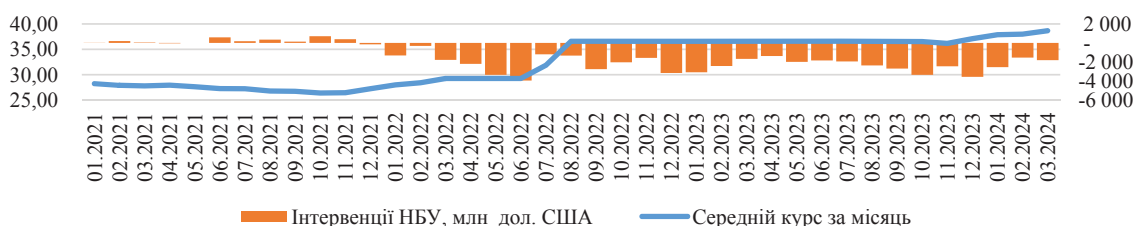


Рис. 7. Інтервенції НБУ та офіційний курс гривні

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

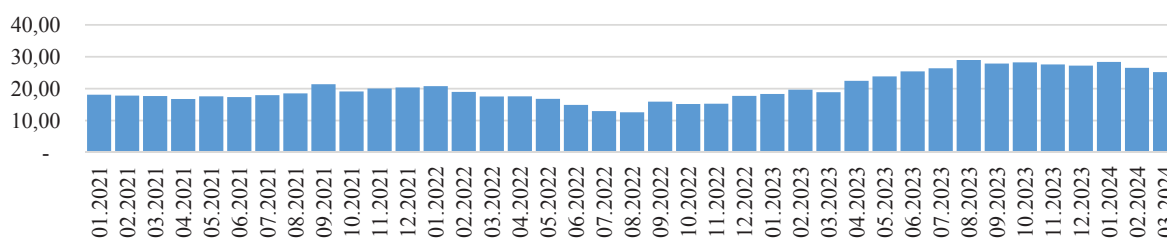


Рис. 8. Чисті міжнародні резерви, млрд дол. США

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

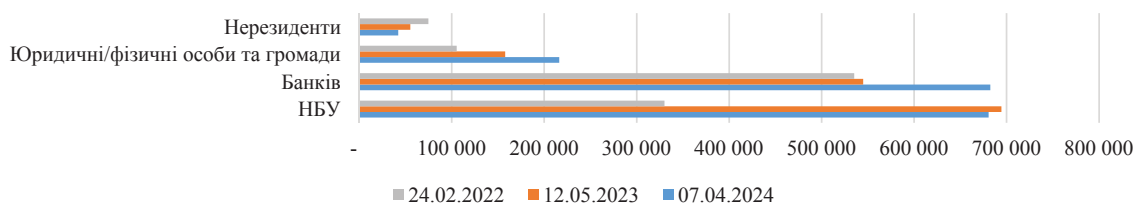


Рис. 9. ОВДП, які перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю, млрд грн

Джерело: побудовано авторами на основі статистики Національного банку України

послабшали у зв'язку з поліпшенням економічних перспектив і настроїв в економіці. Нині НБУ скасував більшу частину впроваджених обмежень і відійшов від фіксованого курсу, що дало поштовх експортно-імпорتنій діяльності та внутрішньому реальному сектору. Водночас НБУ зберіг збалансовані обсяги попиту та пропозиції валюти на внутрішньому ринку. Спостерігаються позитивні тенденції у скороченні розриву між обсягом імпорتنих та експортних операцій, а також у темпах інфляції, яка з третього кварталу 2023 р. перебуває в межах мети щодо інфляції. Однак, з іншого боку, тиск на гривню триває, що дедалі більше змушує регулятора активно брати участь у ринкових інтервенціях та загрожує спустошенню міжнародних резервів України. Враховуючи те, що більшість цих резервів формується за рахунок міжнародної допомоги,

це також створює ризик надмірної залежності від міжнародних партнерів.

Підсумовуючи, варто зазначити, що сукупність дій Національного банку України можна оцінити позитивно. На початку повномасштабного російського вторгнення перед економікою постали дві загрози – демонетизація національної валюти та гіперінфляція. Вдало підібрана стратегія монетарної політики, в межах якої НБУ зафіксував курс гривні до долара, ввів адміністративні обмеження на валютному ринку та запровадив політику «дорогих» грошей, вберегла Україну від широкої дестабілізації. Ці рішення Національного банку були спрямовані на подолання короткострокових загроз стабільності. А от довгострокова стратегія НБУ спрямована на послаблення валютних обмежень, перехід на гнучкий курс та повернення до вже традиційного режиму інфляційного таргетування.

Список літератури

- Козюк, В. (2023, 17 травня). Монетарна політика воєнного року: мінним полем макрофінансових викликів. *Вокс Україна*. <https://voxukraine.org/monetarna-polityka-voennogo-roku-minnym-polem-makrofinansovyh-vylykiv>
- Лепушинський, В. (2024). Монетарна політика: Березень 2024. Національний банк України. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Monetarna_polituka_NBU_Lepushynskiy_2024-03-26.pdf?v=7
- Лук'яненко, І., Покидько, А., & Токарчук, Т. (2022). Забезпечення стійкості зовнішнього сектору України в умовах підвищених ризиків. *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*, 7(1), 68–78. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2022.7.1.68-78>
- Національний банк України. (2022, 15 квітня). Рада Національного банку України ухвалила Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану [Пресреліз]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-natsionalnogo-banku-ukrayini-uhvalila-osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-period-voennogo-stanu>
- Національний банк України. (2023). Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ>
- Національний банк України. (2024а). З початку 2024 року уряд залучив від продажу ОВДП на аукціонах майже 120 млрд грн в еквіваленті, а загалом упродовж воєнного стану – майже 938 млрд грн в еквіваленті [Пресреліз]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2024-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auktsionah-mayje-120-mlrd-grn-v-ekvivalenti-a-zagalom-uprodovj-voennogo-stanu--mayje-938-mlrd-grn-v-ekvivalenti>
- Національний банк України. (2024б). Міжнародні резерви України зросли упродовж 2023 року на 42% та перевищили 40,5 млрд дол. США [Пресреліз]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2023-roku-na-42-ta-perevischili-405-mlrd-dol-ssha>
- Національний банк України. (б. д.). Макроекономічні показники. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1>
- Петрик, О. (2022). Політика Національного банку України під час війни. *Соціально-економічні відносини в цифровому суспільстві*, 4(46), 15–23. <https://doi.org/10.55643/ser.4.46.2022.474>
- Постанова Національного банку України «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» № 18 (2022, 24 лютого). Редакція від 04.05.2024. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>
- Соціологічна служба Центру Разумкова. (2022, 15 березня). Оцінка громадянами ситуації в країні та дій влади, довіра до соціальних інститутів (лютий – березень 2023 р.) [Пресреліз]. <https://razumkov.org.ua/napriamky/sotsiologichni-doslidzhennia/otsinka-gromadianamy-sytuatsii-v-kraini-ta-dii-vlady-dovira-dosotsialnykh-institutiv-liutyi-berezen-2023r>
- Фонд «Демократичні ініціативи» імені Ілька Кучеріва. (2023). Підсумки 2023 року: Громадська думка українців. <https://dif.org.ua/article/pidsumki-2023-roku-gromadska-dumka-ukrayintiv?fbclid=IwAR0XKlrdi0xyYTqTj0vQc8GdjftDLkm94fW0hGxzz6CE03118Ax5haEF3pQ>
- Hlazunov, A., Dadashova, P., & Lukianenko, I. (2023). Interest rate pass-through in Ukraine: evidence from the bank ownership. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 5(52), 8–24. <https://doi.org/10.55643/fcapter.5.52.2023.4135>
- Lepushynskiy, V. (2022). Understanding inflation expectations (the case of Ukraine). *BCC 10th annual conference. Bilateral Assistance and Capacity Building for Central Banks*. <https://bccprogramme.org/wp-content/uploads/2022/10/VOLODYMYR-PP2-BCC-conference.pdf>
- Lukianenko, I., Nasachenko, M., & Tokarchuk, T. (2022). Inflation expectations investigation using markov regime-switching autoregression. *Montenegrin Journal of Economics*, 18(1), 19–29. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2022.18-1.2>
- Sharov, O. (2022). International experience for war-time monetary policy: Lessons for Ukraine. *Journal of European Economy*, 21(2), 154–169. <https://doi.org/10.35774/jee2022.02.154>
- Sova, Y., & Lukianenko, I. (2022). Empirical evaluation of monetary policy transmission to stock markets and further transfer of macroeconomic shocks to the real sector. *Journal of International Studies*, 15(1), 117–132. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2022/15-1/8>

References

- Hlazunov, A., Dadashova, P., & Lukianenko, I. (2023). Interest rate pass-through in Ukraine: evidence from the bank ownership. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 5(52), 8–24. <https://doi.org/10.55643/fcaptop.5.52.2023.4135>
- Ilko Kucheriv Democratic Initiatives Foundation. (2023). Results of 2023: Public opinion of Ukrainians. December 27, 2023 <https://dif.org.ua/article/pidsumki-2023-roku-gromadska-dumka-ukraintsiv?fbclid=IwAR0XKlrdi0xyYTqTj0vQc8GdjftDLkm94fW0hGxzz6CEO3118Ax5haEF3pQ> [in Ukrainian].
- Kozyuk, V. (2023, May 17). Monetary policy of the war years: A minefield of macro-financial challenges. *Vox Ukraine*. <https://voxukraine.org/monetarna-polityka-voyennogo-roku-minnym-polem-makrofinansovyyh-vyklykiv> [in Ukrainian].
- Lepushynskiy, V. (2022). Understanding inflation expectations (the case of Ukraine). *BCC 10th annual conference. Bilateral Assistance and Capacity Building for Central Banks*. <https://bccprogramme.org/wp-content/uploads/2022/10/VOLODYMIR-PP2-BCC-conference.pdf>
- Lepushynskiy, V. (2024). Monetary policy: March 2024. National Bank of Ukraine. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Monetarna_polituka_NBU_Lepushynskiy_2024-03-26.pdf?v=7 [in Ukrainian].
- Lukianenko, I., Nasachenko, M., & Tokarchuk, T. (2022). Inflation expectations investigation using markov regime-switching autoregression. *Montenegrin Journal of Economics*, 18(1), 19–29. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2022.18-1.2>
- Lukianenko, I., Pokydko, A., & Tokarchuk, T. (2022). Ensuring the sustainability of the external sector of Ukraine in the conditions of high risks. *Scientific Papers NaUKMA. Economics*, 7(1), 68–78. <https://doi.org/10.18523/2519-4739.2022.7.1.68-78> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2022, April 15). The Council of the National Bank of Ukraine adopted the Basic principles of monetary policy for the period of martial law [Press release]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-natsionalnogo-banku-ukrayini-uhvalila-osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoy-politiki-na-period-voyennogo-stanu> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2023). A strategy to ease currency restrictions, move to greater exchange rate flexibility, and return to inflation targeting. <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2024a). Since the beginning of 2024, the government has raised almost UAH 120 billion equivalent from the sale of OVDP bonds at auctions, and in general, during martial law, almost UAH 938 billion equivalent [Press release]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/z-pochatku-2024-roku-uryad-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-mayje-120-mlrd-grn-v-equivalenti-a-zagalom-uprodovj-voyennogo-stanu-mayje-938-mlrd-grn-v-equivalenti> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (2024b). International reserves of Ukraine increased by 42% during 2023 and exceeded 40.5 billion dollars. USA [Press release]. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijnarodni-rezervi-ukrayini-zrosli-uprodovj-2023-roku-na-42-ta-perevischili-405-mlrd-dol-ssha> [in Ukrainian].
- National Bank of Ukraine. (n. d.). Macroeconomic indicators. <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1> [in Ukrainian].
- Petryk, O. (2022). Policy of the National Bank of Ukraine during the war. *Socio-Economic Relations in the Digital Society*, 4(46), 15–23. <https://doi.org/10.55643/ser.4.46.2022.474> [in Ukrainian].
- Resolution of the National Bank of Ukraine “On the operation of the banking system during the introduction of martial law” No. 18 (2022, February 24). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text> [in Ukrainian].
- Sharov, O. (2022). International experience for war-time monetary policy: Lessons for Ukraine. *Journal of European Economy*, 21(2), 154–169. <https://doi.org/10.35774/jee2022.02.154>
- Sociological Service of the Razumkov Center. (2022, March 15). Citizens’ assessment of the situation in the country and the actions of the authorities, trust in social institutions (February – March 2023) [Press release]. <https://razumkov.org.ua/napriamky/sotsiologichni-doslidzhennia-otsinka-gromadianamy-sytuatsii-v-kraini-ta-dii-vlady-dovira-dosotsialnykh-institutiv-liutyi-berezen-2023r> [in Ukrainian].
- Sova, Y., & Lukianenko, I. (2022). Empirical evaluation of monetary policy transmission to stock markets and further transfer of macroeconomic shocks to the real sector. *Journal of International Studies*, 15(1), 117–132. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2022/15-1/8>

Iryna Lukianenko, Petro Hrechany**MONETARY POLICY OF UKRAINE DURING THE WAR****Abstract**

The purpose of this article is an in-depth statistical analysis of the military monetary policy of the National Bank of Ukraine. The article examines how the monetary policy strategy, administrative restrictions, indicators of the money market of Ukraine and macroeconomic indicators changed during February 2022 – April 2024. Based on the conducted statistical analysis, it was found that the administrative restrictions implemented by the Regulator in relation to individuals and legal entities achieved the desired result. Indicators of demand and supply of currency on the market have halved. As the balance of payments of Ukraine shows, the withdrawal of currency abroad in the form of credit payments, interest, dividends, and rent also decreased, which significantly reduced the pressure on the national currency, which is clearly observed when analyzing the balance of payments of Ukraine.

In the context of the analysis of macroeconomic indicators, the results of the study showed that thanks to the measures taken in the monetary policy, the National Bank managed to restrain the pressure on the national currency and to stabilize inflation by the beginning of the fourth quarter of 2022, and already in the fourth quarter of 2023 it was possible to return inflation within the inflation target. However, in connection with the long-term management of the fixed exchange rate regime, the interventions of the National Bank increased significantly, causing considerable pressure on international reserves and creating a noticeable dependence of Ukraine on the financial aid of international partners. In addition, there are other caveats. The record amounts of currency outside the banks signal about the continuation of panicky moods and a decrease in confidence in the banking system. In addition, administrative currency restrictions negatively affected the gap between the total volume of import and export operations, which in the long run may hinder the further economic development of Ukraine. Despite the challenges, such as the growth of the volume of currency outside the banks and the noticeable dependence on international aid, it is important to emphasize that the implemented measures helped to reduce the risks and improve the financial stability of the country, which reflects the ability of the National Bank to respond effectively to economic challenges and ensure the stability of the financial system in times of crisis.

Keywords: monetary policy, administrative restrictions, fixed exchange rate regime, managed flexibility regime, transmission mechanism, risk, banking system, financial stability, military actions, post-war recovery.

Матеріал надійшов 20.05.2024

Лук'яненко Ірина Григорівна – доктор економічних наук, професор,
завідувачка кафедри фінансів Національного університету «Києво-Могилянська академія»

Lukianenko Iryna – Doctor of Economics, Professor, Head of the Finance Department,
National University of Kyiv-Mohyla Academy

<https://orcid.org/0000-0002-4128-5909>

iryna.lukianenko@ukma.edu.ua

Гречаний Петро Олексійович – магістр спеціальності «Фінанси,
банківська справа та страхування», Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Hrechany Petro – Master Graduate of “Finance, Banking and Insurance” specialty,
National University of Kyiv-Mohyla Academy

petro.hrechanyi@ukma.edu.ua

