

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА
ШЕВЧЕНКА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ, МАКРО- І МІКРОЕКОНОМІКИ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА МАГІСТРА

на тему:

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В СТРУКТУРІ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ
В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ**

студента 2-го курсу ОС «Магістр»
денної форми навчання
спеціальності 051 «Економіка»
освітньо-наукової програми
«Економіка та економічна політика»
Гавриленка Дмитра Сергійовича

Науковий керівник д.е.н., доцент
Нестеренко Олена Петрівна

Засвідчую, що в цій кваліфікаційній роботі немає запозичень із праць інших авторів без відповідних посилань

Гавриленко Д. С.



Роботу допущено до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри економічної теорії, макро- і мікроекономіки від «12» травня 2023 року, протокол № 11

Київ – 2023

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ I. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	6
1.1. Підходи до визначення сутності монетарної політики	6
1.2. Монетарна політика: цілі, види та інструменти	14
1.3. Особливості формування монетарної політики.....	20
Висновки до першого розділу	26
РОЗДІЛ II. ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В ПЕРІОД НЕЗАЛЕЖНОСТІ	28
2.1. Основні складові монетарної політики України в умовах кризових явищ 1991-2009 рр.	28
2.2. Інструменти реалізації монетарної політики України в 2010-2020 рр.	32
2.3. Вплив монетарної політики на макроекономічні показники України	38
Висновки до другого розділу.....	46
РОЗДІЛ III. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ЯК ЗАСІБ ПОДОЛАННЯ КРИЗОВИХ ЯВИЩ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ .	48
3.1. Модифікація монетарної політики України в умовах війни	48
3.2. Проблеми монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану та напрямки їх вирішення	55
Висновки до третього розділу	66
ВИСНОВКИ	68
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	73
ДОДАТКИ	81

ВСТУП

Актуальність теми. Монетарна політика є невід’ємною частиною економічної політики Національного банку України (НБУ), яка забезпечує основу цінової стабільності та створює умови для забезпечення економічного зростання та високого рівня зайнятості в країні. Тому питання формування та реалізації монетарної політики завжди були в центрі уваги науковців та представників центральної влади. Однією з основних передумов успішного застосування монетарної політики є врахування поточної економічної ситуації в країні та розробка таких механізмів впровадження монетарного ефекту в економіку, які максимально враховуватимуть специфіку країни та усуватимуть негативні фактори для монетарної політики.

Монетарна політика безпосередньо впливає на основи національної безпеки – не лише на економічну безпеку, а й на безпеку загалом, оскільки її результати також опосередковано впливають на суспільство, навколишнє середовище та інші аспекти суспільного життя. Зростає занепокоєння тим, що потрібна більш цілеспрямована монетарна політика, щоб гарантувати досягнення не лише суто монетарних цілей, але й того, що зайнятість та економічне зростання є важливими елементами економічної безпеки. Це стосується як окремих національних центральних банків, так і міжнародних установ, таких як Європейський центральний банк або Міжнародний валютний фонд. Зокрема, керівники МВФ і Світового банку встановили доцільність «повній мірі використовувати свої інструменти, включаючи кризове фінансування, щоб допомогти країнам впоратися з медичними та економічними проблемами, викликаними коронавірусом. Для України безпековий аспект монетарної політики є особливо важливим у подоланні гуманітарної загрози, спричиненої наслідками пандемії коронавірусу та прямої російської військової агресії, а також вимушеного функціонування економіки в умовах війни.

Сутність та особливості формування і реалізації монетарної політики досліджували такі вітчизняні та зарубіжні учені: В. Базилевич, А. Ігнатюк, О. Красота, А. Гриценко, І. Лютий, С. Науменкова, С. Буковинський, В. Геєць, О. Дзюблюк, О. Петрик, В. Стельмах, М. Савлук, Дж. М. Кейнс, М. Фрідман та інші науковці.

Метою роботи є виявлення особливостей реалізації монетарної політики в Україні в період Незалежності, а також визначення проблем монетарної політики в умовах воєнного стану та розробка шляхів їх вирішення.

Відповідно до мети було визначено наступні **завдання дослідження**:

- визначити підходи до визначення сутності монетарної політики;
- охарактеризувати монетарну політику, а саме цілі, види та інструменти;
- розкрити особливості формування монетарної політики;
- проаналізувати основні складові монетарної політики України в умовах кризових явищ 1991-2009 рр.;
- вивчити інструменти реалізації монетарної політики України в 2010-2020 рр.;
- дослідити зміну монетарної політики України в умовах війни;
- встановити вплив монетарної політики на макроекономічні показники України;
- виявити проблеми монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану та встановити напрямки їх вирішення.

Об'єктом дослідження є монетарна політика в Україні.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні аспекти формування і реалізації монетарної політики.

Основними **методами дослідження** під час написання роботи були: класифікація, методи аналізу і синтезу, порівняння, узагальнення, таблично-графічний, економіко-статистичний.

Інформаційною базою дослідження є чинні законодавчі нормативні акти України, наукові роботи вітчизняних та іноземних авторів, матеріали інших аналітичних фахових публікацій в періодичних та спеціальних наукових виданнях, матеріали Національного банку України, та Інтернет ресурси щодо питань здійснення монетарної політики в Україні.

Практичне значення дослідження. Практичне значення отриманих результатів полягає у систематизації основних складових монетарної політики України в умовах кризових явищ 1991-2009 рр.; узагальненні інструментів реалізації монетарної політики України у 2010-2020 рр.; визначенні впливу монетарної політики на макроекономічні показники України; комплексному аналізі проблем монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану та шляхів їх вирішення.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків та пропозицій, списку використаних джерел, додатку. Обсяг роботи 82 сторінки, з них 8 – список використаних джерел, що містить 73 найменування. Робота містить 3 таблиці, 24 рисунки.

Результати кваліфікаційної роботи були апробовані в рамках Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна 2023. Повоєнне відновлення України: проблеми та перспективи» у вигляді наукових тез на тему «Модифікація монетарної політики НБУ в умовах війни».

РОЗДІЛ I. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Підходи до визначення сутності монетарної політики

З усіх важелів регулювання, що впливають на економічні процеси, особливе місце посідає монетарна політика як найефективніший інструмент, за допомогою якого держава через центральний банк може забезпечити бажаний напрям розвитку економіки. Таке позиціонування відповідає головній меті монетарної політики, яка в теорії зазвичай полягає в досягненні зростання виробництва при забезпеченні зайнятості, досягненні цінової стабільності та зовнішньоекономічної збалансованості. Однак на практиці модель економічного розвитку останніх десятиліть, що супроводжується глобалізацією, змінами в технологічній системі та структурі світового господарства, періодичними масштабними фінансовими кризами, регіональними проблемами та особливостями національних економік, відображають усі складнощі та суперечності процесу формулювання адекватних національних цілей, економічних процесів загалом і монетарної політики центрального банку зокрема. Навіть за нормальних умов економічного розвитку в циклі ринкової економіки вибір стратегії монетарного контролю принципово суперечить досягненню цілей низької інфляції з одного боку та економічного зростання та високої зайнятості з іншого. З іншого боку, оскільки збільшення виробництва супроводжується зростанням темпів інфляції, то зростає попит на ресурси в економіці, що призводить до зростання цін і навпаки. У цьому випадку центральні банки змушені маневрувати у здійсненні монетарної політики з урахуванням зміни стану економічної ситуації та стадії ділового циклу.

Монетарна політика традиційно є основним інструментом центрального банку для управління економікою в заданому напрямку. Вона відіграє важливу роль в економічному зростанні, стримуванні інфляції,

вартості та доступності кредиту та підтримці платіжного балансу у рівновазі. Таким чином, розуміння особливостей формування монетарної політики є важливим дослідницьким питанням. Монетарна політика являє собою набір інструментів, які використовуються центральним банком країни для контролю загальної грошової маси та сприяння економічному зростанню, а також для використання таких стратегій, як перегляд процентних ставок та зміна вимог до банківських резервів.

Монетарна політика – це контроль кількості грошей, що є в економіці, та каналів, якими надходять нові гроші[20]. Економічна статистика, така як валовий внутрішній продукт (ВВП), рівень інфляції, галузеві та галузеві темпи зростання впливає на стратегію монетарної політики. Центральний банк може переглянути відсоткові ставки, що він стягує, щоб позичити гроші банкам країни. Коли ставки зростають чи падають, фінансові установи коригують ставки для своїх клієнтів, таких як підприємства чи покупці житла. Крім того, він може купувати або продавати державні облігації, таргетувати валютні курси та переглядати суму готівки, яку банки повинні зберігати як резерви.

Розглянемо основні підходи до визначення поняття монетарної політики далі. Монетарна політика – це контроль кількості грошей в економіці та каналів, якими надходять нові гроші [1]. Результати економічної діяльності, а саме валовий внутрішній продукт (ВВП), рівень інфляції, галузеві темпи зростання, впливають на стратегію монетарної політики. Згідно підходу академіка А. Гриценка, монетарна політика країни – це комплекс заходів щодо регулювання грошового ринку, метою яких є забезпечення економіки грошовою масою та підтримка стабільності грошової одиниці країни, як необхідної передумови досягнення макроекономічної рівноваги [2, с. 90]. До основних заходів щодо цього науковці відносять зокрема: монетарну, валютну, емісійну та кредитну політику країни, а також політику платіжного балансу та управління золотовалютними резервами країни. Традиційно монетарна політика – це набір інструментів, що

використовуються центральним банком країни для контролю над загальною грошовою масою та сприяння економічному зростанню, а також для використання стратегій для зміни процентних ставок і зміни банківських вимог резервування.

Закон України «Про Національний банк України» надає наступне визначення «Монетарна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу і кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності української грошової одиниці, забезпечення зайнятості населення та збалансування платіжного балансу» [22]. Серед основних цілей національної економічної політики можна виділити:

- забезпечити постійне зростання національної економіки;
- підтримання ефективного рівня зайнятості населення;
- стабільність рівня цін та інфляції;
- забезпечення балансу зовнішньоторговельного балансу країни.

Найчастіше монетарна політика трактується як комплекс заходів регулятивного характеру, що здійснюються Центральним банком країни або за його участю (в Україні – НБУ) і здійснюються через валюти всіх різновидів на ринку. Безпосередніми цілями монетарної політики є такі показники на грошовому ринку: грошова маса (кількість), відсоткова ставка, валютний курс, швидкість грошового обігу та ін. Відповідно до сучасного тлумачення механізму монетарного регулювання, пропозиція та структура грошей вважаються індикаторами економічного та фінансового стану країни, що характеризують економічну активність та економічне зростання.

Відповідно до сучасного трактування механізму грошово-кредитного регулювання грошову масу та структуру слід розглядати як індикатори економічного та фінансового стану країни, що характеризують економічну активність та економічне зростання. На думку Посилкіна О. В., Баєвої О. І.

[23] монетарна політика – це комплекс дій і заходів у сфері грошових ринків, спрямованих на:



Рис. 1.1. Заходи монетарної політики [23]

Об'єктом монетарної політики є такі показники грошового ринку, як:

- грошова маса (кількість);
- процентні ставки;
- обмінні курси;
- швидкість обігу валюти тощо.

Дуже часто, коли науковці пояснюють значення монетарної політики, вони наголошують на важливості діяльності державних структур у регулюванні кількості грошей в обігу. Тому, акцентуючи увагу на ролі монетарної політики, Дж. М. Кейнс зазначав: «немає більш надійного способу похитнути основи суспільства, ніж знищення грошового обігу» [3]. Колектив авторів під керівництвом В. Д. Базилевича визначає монетарну

політику як «сукупність форм і засобів, за допомогою яких держава впливає на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між попитом і пропозицією грошей» [6]. М. Бурда та Ч. Виплош розуміють монетарну політику як один із альтернативних типів державної політики, покликаний впливати на відсоткові ставки та обмінні курси, а в більш загальному плані – на умови фінансового ринку та їх зв'язки з реальною економікою [7]. Так, А. Мороз, М. Савлук і М. Пуховкіна стверджують, що монетарна політика – це взаємопов'язаний, скоординований комплекс для досягнення певних наперед визначених соціальних цілей, заходи з регулювання грошових ринків і обігу, які проводяться державою через свій центральний банк, і вона розглядається як невід'ємна частина національної економічної політики, цілі та пріоритети якої мають бути тісно пов'язані [2].

Науковці наголошують на складності та різноманітності заходів нагляду за монетарною політикою центрального банку, які реалізуються через механізми грошового ринку та банківської системи, спрямовані на досягнення певних, чітких і заздалегідь визначених соціальних цілей. У цій інтерпретації монетарна політика є організаційно розробленим механізмом регулювання з конкретними цілями, інструментами та ролями в економічному регулюванні. Варто зазначити, що в економічній літературі поняття грошово-кредитного регулювання тлумачиться розширено і у вузькому значенні. Значення монетарної політики в широкому значенні визначає деталі використання монетарних інструментів у національній економіці. Водночас вузьке визначення наведеного поняття розглядає лише одну складову загальної системи грошово-кредитного регулювання, що є невірним.

Монетарне регулювання Гребеник Н. І. ототожнює його з регулюванням грошового обігу, і вважає комплексом заходів, спрямованих на підтримку стабільності грошового обігу, стабільності національної грошової одиниці, придушення інфляції, гнучкої пропозиції грошей. Під грошово-кредитним контролем деякі автори розуміють комплекс заходів у

сфері грошового обігу і кредиту, спрямованих на підтримку економічного зростання, забезпечення зайнятості, стримування негативного економічного зростання, збалансування платіжного балансу [8, 9, 10].

Цікаво, що В. С. Стельмах дає таке ж визначення, але вже стосовно монетарної політики. Є підстави стверджувати, що дане нормативне визначення грошово-кредитного регулювання не є ідеальним. Вважаємо, що при розгляді питання монетарного нагляду, перш за все, слід виходити з гіпотези системного аналізу, згідно з якою монетарний нагляд можна розглядати як систему заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання таких об'єктів:



Рис. 1.2. Напрямки регулювання монетарної політики [1]

Ці заходи мають бути вжиті для забезпечення сталого економічного зростання, зменшення безробіття (або забезпечення ефективної зайнятості), збалансування платіжного балансу та уповільнення інфляційного процесу.

Для розмежування понять монетарної політики та монетарного нагляду слід зазначити, що монетарна політика – це організоване та цілеспрямоване регулювання державою через центральний банк економічної діяльності та економічних процесів суб'єктів валютного ринку. У сфері

грошового обігу та кредиту створювати та покращувати умови економічного розвитку відповідно до певних соціальних систем для впорядкування та підвищення ефективності.

Основними функціями управління за допомогою монетарної політики є: організація, планування, регулювання. Управління будь-яким процесом починається з того, що процес вибирається як конкретний об'єкт і зацікавлена організація отримує повноваження впливати на нього для досягнення необхідних цілей. Отже, зазвичай головним органом монетарної політики є центральний банк країни.

У сучасній економічній літературі не сформовано єдиного підходу до сутності монетарної політики. Систематизація визначень монетарної політики, що є найбільш поширеними у вітчизняній науці, представлена на рис. 1.3.

Отже, ґрунтуючись на систематичних результатах, можна зробити висновок, що в цілому основний погляд на монетарну політику слід розділити на широкий і вузький зміст. Вчені, які підтримують широку точку зору, стверджують, що дії центрального банку в його складі включають регулювання економічного зростання, стримування інфляції, забезпечення стабільності грошової одиниці, забезпечення зайнятості населення, збалансування платіжного балансу, збільшення ліквідності та довіру до банківських установ, та забезпечення соціальної захищеності населення тощо. При цьому прихильники вузького підходу до визначення монетарної політики фактично трактують її як «сукупність засобів впливу на грошову масу та пропозицію грошей в економіці».

Слід виділити такі загальні риси, властиві сучасній монетарній політиці в усіх без винятку країнах:

- 1) нормативно-правова та методологічна база інформації, наявність яких є необхідною умовою реалізації монетарної політики;
- 2) чітко визначити часові рамки реалізації монетарної політики та відповідності поточному етапу розвитку національної економіки;

Джерело	•Визначення
Закон України «Про національний банк України»	•«комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу»
Базилевич В. Д., Базилевич К.С., Баластрик Л. О.	•«сукупність форм і засобів державного впливу на пропозицію грошей (Мз) з метою забезпечення рівноваги між пропозицію грошей та попитом на них»
Будаговська С. М., Кіліє-вич О. І., Луніна І. О.	•«політика, яка впливає на обсяг і структуру виробництва, загальний рівень цін, інвестицій та зайнятості, на стан зовнішньоекономічної рівноваги, змінюючи пропозицію грошей в економіці»
Бурда М., Вишлош Ч.	•«один із альтернативних видів політики уряду, що спрямовується на вплив на процентні ставки і валютні курси, загальніше - на умови фінансових ринків і їхні зв'язки з реальною економікою»
Лютій І. О.	•«державне регулювання сфери грошового обігу та кредитних відносин»
Мисак С. О.	•«сукупність заходів законодавчої та виконавчої влади, спрямованих на досягнення стабілізації національної грошової одиниці, підвищення ліквідності та кредитоспроможності банківських інститутів через регулювання грошового ринку»
Нікіфоров П. О.	•«сукупність заходів, спрямованих на забезпечення нормального функціонування грошового обігу, стійкості національної грошової одиниці, стабільності її купівельної спроможності, а також забезпечення рівноважного розвитку економіки взагалі»
Плужніков І. О.	•«це системна сукупність національних інтересів (пріоритетів), наукових підходів та заходів в сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання і забезпечення економічного зростання, стабільності грошової одиниці України, соціального захисту населення, стримування інфляції та вирівнювання платіжного балансу країни»

Рис. 1.3. Систематизація визначень «монетарної політики» [24]

3) цільова орієнтація монетарної політики є чіткою, включаючи підтримку цінової стабільності, забезпечення належних темпів зростання ВВП та досягнення певного обсягу грошових агрегатів. Цілями можна вважати кількісні (економічна монетизація), забезпечення стабільності обмінного курсу тощо;

4) наявність відповідних монетарних інструментів, цілеспрямоване та скоординоване застосування яких сприяє досягненню цілей монетарної політики.

1.2. Монетарна політика: цілі, види та інструменти

Розвиток ринкової економіки характеризується формуванням нової фінансово-кредитної системи на сучасному валютному ринку та глобалізацією фінансового ринку. Розумна монетарна політика сприяє ефективному функціонуванню ринкової економіки. В умовах економічної трансформації в Україні ринковий аспект монетарної політики є визначальним. Монетарна політика є частиною та інструментами управління макроекономічною політикою, яка пов'язана зі змінами в національній економіці, подоланням інфляції, інтеграцією в міжнародне співтовариство, забезпеченням національної безпеки та впливом на національну економічну стабільність. Створення сприятливих умов для функціонування національної валютно-кредитної системи є головним завданням розвитку країни.

Монетарна політика вирізняється за тим, як вона здійснюється: чи експансіоністська чи стримуюча, в залежності від рівня зростання чи стагнації економіки.



Рис. 1.4. Види монетарної політики [25]

Стримуюча політика збільшує відсоткові ставки та обмежує непогашену грошову масу для уповільнення зростання та зниження інфляції, коли ціни на товари та послуги в економіці зростають та знижують купівельну спроможність грошей. За часів уповільнення чи рецесії

експансіоністська політика збільшує економічну активність. При зниженні відсоткових ставок заощадження стають менш привабливими, а споживчі витрати та кредити збільшуються.

За характером стратегічної мети, що слугує цільовим монетарним орієнтиром, існують такі види монетарної політики (рис. 1.5):

Назва	•Характеристика
Таргетування	• встановлення і дотримання цільових орієнтирів чи кількісних параметрів обраних показників монетарної політики центральних банків. Типовими є три види таргетування: монетарне, валютне та інфляційне.
Монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів чи монетарної бази)	• комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільного попиту на гроші з боку суспільства, з метою забезпечення заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обороті. Це стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на підтримання грошової стабільності, зосереджена на відхиленнях зростання кількості грошей від наперед оголошеного показника (орієнтира). Основний інструмент такого режиму - це пропозиція грошей центральним банком.
Таргетування валютного (обмінного) курсу	• комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Це стратегія монетарної політики, прагнення до визначеного (зазвичай стійкого або навіть фіксованого) обмінного курсу відносно іншої валюти чи групи валют. Основний інструмент такого режиму - це валютні інтервенції центрального банку (купівля-продаж іноземної валюти).
Інфляційне таргетування	• комплекс заходів, спрямованих на оголошення інфляційної мети (таргет) як номінального якоря і підтримання стабільності цього показника в середньостроковому періоді. Це стратегія монетарної політики, скерована на досягнення стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети. Основний інструмент такого режиму - це облікова ставка центрального банку

Рис. 1.5. Види монетарної політики за характером стратегічної мети [26]

Основні переваги та недоліки даних видів монетарної політики відображено в табл. А.1 додатку А.

Цілі монетарної політики умовно можемо поділити на три основні групи (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Цілі монетарної політики [28]

1. Інфляція. Стримуюча монетарна політика використовується для стримування високого рівня інфляції та зниження рівня грошового обігу економіки.

2. Безробіття. Експансіоністська монетарна політика знижує безробіття, оскільки більш висока грошова маса та привабливі відсоткові ставки стимулюють ділову активність та розширення ринку праці.

3. Курси обміну. На обмінні курси між національною та іноземною валютами може впливати монетарна політика. При збільшенні грошової маси національна валюта стає дешевшою за свою іноземну валюту.

Також виділяють наступні стратегічні цілі монетарної політики, що відображено на рис. 1.7.

Монетарна політика – це макроекономічна політика, яку проводить центральний банк чи інші регулюючими комітетами для коригування розміру грошової маси економіки. Монетарна політика впливає на банківські депозити, отже, пропозицію банківських кредитів і, отже, створення банківської ліквідності. У деяких дослідженнях [30] стверджується, що жорстка монетарна політика змінює доходність депозитів, що змінює переваги домогосподарів тримати їх, а не вкладати в банки.



Рис. 1.7. Стратегічні цілі монетарної політики [26]

За словами Хуссейна та Башира [31], деяких інших авторів [32] пропонують дещо іншу думку про зв'язок банківських депозитів та банківського кредитування після скорочення монетарної політики. Наприклад [32] передбачає, що банківські депозити можуть мати значення скорочення банківського кредитування після скорочення монетарної політики, якщо є три елемента: фіатні гроші, достатня капіталізація і лібералізована фінансова система у разі, якщо банк може задовольнити попит на кредит без скорочення пропозиції кредиту. Іншими словами, [32] наголошує на взаємозв'язку між пропозицією кредитів з банківських депозитів, але оцінює роль балансу, позиції ризику та премії за ринкове фінансування, які посилюють канал банківського кредитування для зміни монетарної політики. Відповідно до цієї лінії аргументів передбачається, що

монетарна політика регулює створення банківської ліквідності всієї банківської системи.

Існуюча література з монетарної політики [32-35] визначає, що центральний банк може використовувати для реалізації своєї монетарної політики різні інструменти. Інструментами є базова відсоткова ставка, норма обов'язкових резервів та операції на ринку. У розвинених країнах центральні банки зазвичай використовують відсоткові ставки як основний інструмент політики. Навпаки, у країнах з ринком, що формується, деякі інструменти, не пов'язані з процентною ставкою (наприклад, резервні вимоги), часто використовуються як доповнення або навіть заміна монетарної політики, заснованої на процентній ставці[36]. Використання всіх трьох інструментів може допомогти підвищити ефективність реалізації багатоцільової монетарної політики урядів країн. Далі розглянемо основні характеристики трьох монетарних інструментів (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Інструменти монетарної політики [33]

1. Базова ставка (облікова ставка) – це процентна ставка, яку центральний банк стягує за кредити, які він надає комерційним банкам. Вона також відома як базова відсоткова ставка. Це основний інструмент монетарної політики. У країнах з економікою, що розвивається, відсутність диверсифікованих цінних паперів у поєднанні з недостатньо розвиненим

ринком корпоративних облігацій і низьким рівнем свободи руху капіталу робить фінансування центрального банку найважливішим джерелом грошової маси банків. Отже, зміна базової ставки центрального банку, ймовірно, спричинить зміну кредитних та депозитних ставок, що застосовуються банками. Коли центральний банк встановлює вищу базову ставку, комерційні банки, ймовірно, підвищать кредитні та депозитні ставки. Враховуючи, що фірми в країнах з економікою, що розвивається, в основному обмежені в кредитуванні, зміна кредитної ставки банків, можливо, не сильно вплине на попит на фонди з боку бізнесу.

2. Операції на відкритому ринку. Центральний банк бере участь у операціях на ринку, щоб регулювати грошову масу у своїй економіці, пропонуючи (купуючи чи продаючи) короткострокові державні облігації. Ці торги не завжди проводяться на звичайних аукціонах, де комерційні банки можуть пропонувати різні ставки. Це так звані тендери з фіксованою процентною ставкою, в яких центральний банк встановлює процентну ставку, а комерційні банки пропонують лише ту суму, яку вони хочуть отримати за цією ставкою. Операції центрального банку на відкритому ринку можуть спричинити ліквідність банківської системи. Часто стверджується, що центральні банки в країнах, що розвиваються, можуть збільшити свою частку довгострокових державних/приватних цінних паперів або облігацій, що призведе до зміни обсягу ліквідності в комерційних банках [33].

3. Норма обов'язкових резервів – це відношення готівки до суми депозитів, які центральний банк наказує комерційним банкам утримувати для погашення фінансових зобов'язань. Це основний інструмент, який центральний банк використовує для управління ліквідністю комерційних банків. Резерви не приносять жодного доходу банкам. Наявність обов'язкових резервів зменшує кількість коштів, доступних для інвестицій, і, отже, очікувану прибутковість та ліквідність. Така ситуація найімовірніша в країнах з ринковою економікою, що формується, де отримати фінансування з ринків капіталу часто непросто через їхню слаборозвинену стадію розвитку.

1.3. Особливості формування монетарної політики

Монетарна політика країни сильно впливає на поведінку суб'єктів господарювання, визначаючи деталі їх діяльності та враховуючи макроекономічну циклічність. Діяльність центральних банків як незалежних і головних регуляторів грошово-кредитних відносин є класичним предметом дослідження багатьох актуальних публікацій з питань державних фінансів. Для країн з перехідною економікою низка питань, пов'язаних з діяльністю монетарних регуляторів, залишатиметься особливо важливою прикладною темою, оскільки монетарна політика продовжує вдосконалюватися [38].

Функціональна адаптованість діяльності грошово-кредитних установ у структурі економічної системи відображається в умовах антикризового фінансового нагляду за соціально-економічним розвитком країни. Протягом останніх трьох десятиліть у грошово-кредитних механізмах відбулося багато системних змін, але методологічні засади реалізації вітчизняної фіскальної та монетарної політики потребують подальшого вивчення.

У країнах з перехідною економікою роль центрального банку як головного монетарного регулятора здебільшого спрощена до [39]:

- забезпечення довгострокової стабільності національної грошової одиниці, тобто довгострокової стабільності внутрішньої валюти та забезпечення довгострокової стабільності національної грошової одиниці;
- строкова стабільність національної валюти, що полягає в стабілізації різноманітних зовнішніх платежів за прогнозованим курсом валют;
- гарантування стабільності фінансової системи країни, запобігати широкомасштабним банківським кризам і безумовно забезпечувати здійснення всіх необхідних платежів в економіці;

- стимулювання економічного зростання із загалом позитивним ВВП і зайнятістю.

Інструментарій забезпечення таких цілей, використовуваний центральним банком з метою ефективної стабілізації макрофінансової системи, включає наступні інструменти (рис. 1.9).

У довгостроковій перспективі монетарна політика має подвійну основну мету, залежно від очікуваного горизонту – досягнення цінової стабільності, а від коротко- та середньострокової перспективи – забезпечення прогресу економічного розвитку [41].



Рис. 1.9. Інструментарій забезпечення монетарної політики щодо ефективної стабілізації макрофінансової системи [40]

Існують певні відмінності в ролі монетарної політики на різних етапах економічного циклу. Прихильники неокласичного синтезу наголошують на доцільності утримання процентних ставок центрального банку на певному рівні, коли бюджетна та податкова політика модифікується відповідно до циклічних коливань (стимулюючих чи обмежувальних). Монетаристи

наголошують, що послаблення політики контролю за ключовими процентними ставками призвело до масштабних коливань економічної активності в реальному секторі національної економіки через антициклічні зміни грошової маси.

В. І. Міщенко та І. М. Ліон роблять переконливий висновок, що фундаментальне завдання сприяння економічному зростанню полягає у формуванні певних грошово-кредитних передумов, зокрема: стабільної, збалансованої щодо макроекономічної ситуації країни та банківської системи в цілому, збалансований бюджет і низький рівень державного боргу, а також відносно стабільна інфляція, реалізація комплексних антиінфляційних заходів, відповідних об'єктивним економічним параметрам через процентну політику, є основними напрямками опосередкованого впливу центрального банку на економічну динаміку [12].

Однак незрозуміло, чому сальдо держбюджету безпосередньо включається в умову зростання грошової маси. Регулювання бюджетних відносин безпосередньо не входить до компетенції грошово-кредитних установ, і в деяких випадках фінансування державного бюджету не впливає на грошові показники чи показники інфляції. Використання терміну «низький рівень державного боргу» за нинішніх умов не може оцінити його відносну величину до ВВП. Вітчизняні дослідники та світові експерти розрізняють показники державного боргу для країн з розвинутою та перехідною економіками. Ф. Арестіс і М. Соєр зазначають, що роль монетарної політики в регулюванні економічного зростання в довгостроковій перспективі суттєво змінюється: у минулому саме механізм монетарної політики впливав насамперед на пропозицію грошей, а не на політику процентної ставки центрального банку.

Основною метою монетарної політики є досягнення цінової стабільності, яка визначається показником із середньострокової перспективи. Політика зосереджена насамперед на сукупному попиті, оскільки зміни ключових процентних ставок повинні в першу чергу впливати на сукупний

попит і, отже, на показники інфляції. Монетарна політика є потужним інструментом регулювання інфляції попиту [42]. У своїй власній рекомендації МВФ зазначив, що сучасна національна економічна політика передбачає інтеграцію монетарної політики в інструментарій антициклічного контролю, головним пріоритетом якого є стійка цінова стабільність.

На сучасному етапі розвитку економічних відносин стабільність цін є першочерговою метою монетарної політики більшості країн. Залежно від попередньо обраного режиму (Дж. Хузінга та Ф. Мішкін під яким визначають перегляд ефективних засобів монетарної політики або механізмів їх реалізації) [43], а також підходи та методи досягнення конкретних цілей суттєво різняться.

Конкретна грошово-кредитна система має важливий вплив на формування наглядних заходів, результатом яких є прийняття відповідних стратегічних рішень і орієнтація виконання операційних завдань, що стоять перед центральним банком на певному етапі. Важливими орієнтирами монетарної політики є наступні складові (рис. 1.10).

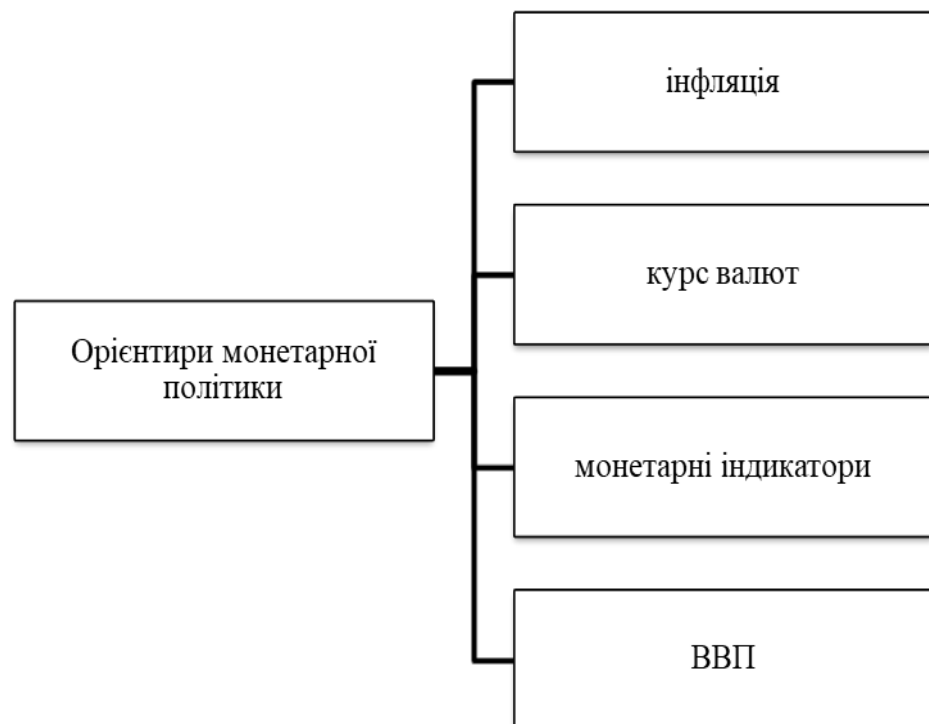


Рис. 1.10. Орієнтири монетарної політики

Існує також режим дискреційної монетарної політики, який не передбачає визначення кількісних орієнтирів для досягнення довгострокової цінової стабільності, але передбачає вжиття превентивних заходів контролю щодо інфляції, особливо управління дефлятором ВВП на основі фактичних соціальних та економічних умов. Застосування такої системи потребує високого рівня довіри до центрального банку з боку суб'єктів господарювання, що потребує безперечно позитивних результатів його діяльності протягом тривалого часу.

В іншому випадку інфляційні очікування суттєво зростуть, що серйозно заважатиме центральному банку ефективно виконувати свої функції. На думку Я. Тінбергена, враховуючи природу окремої категорії, фундаментальними інструментами раціональної реалізації національної монетарної політики є процентна ставка, напрямки діяльності центрального банку на відкритому ринку, резервний контроль і грошова база банку.

Водночас грошову базу не можна використовувати як ефективний інструмент через, те, що його складовими є готівка суб'єктів господарювання, особливо з використанням установи для ухилення від сплати податків, торгівлі контрабандою та контрафактними товарами в усіх без винятку країнах.

Поточна діяльність Федеральної резервної системи як емітента задовольняє попит на готівку з боку населення та небанківських установ, не намагаючись обмежити кількість готівки в обігу. Оскільки він використовує базові гроші, цільовий показник ВВП досягається [40].

Доцільно виокремити низку факторів, які здійснюють безпосередній вплив на ефективність монетарної політики в системі забезпечення сталого розвитку економіки країни, які можна класифікувати на чотири групи (рис. 1.11).

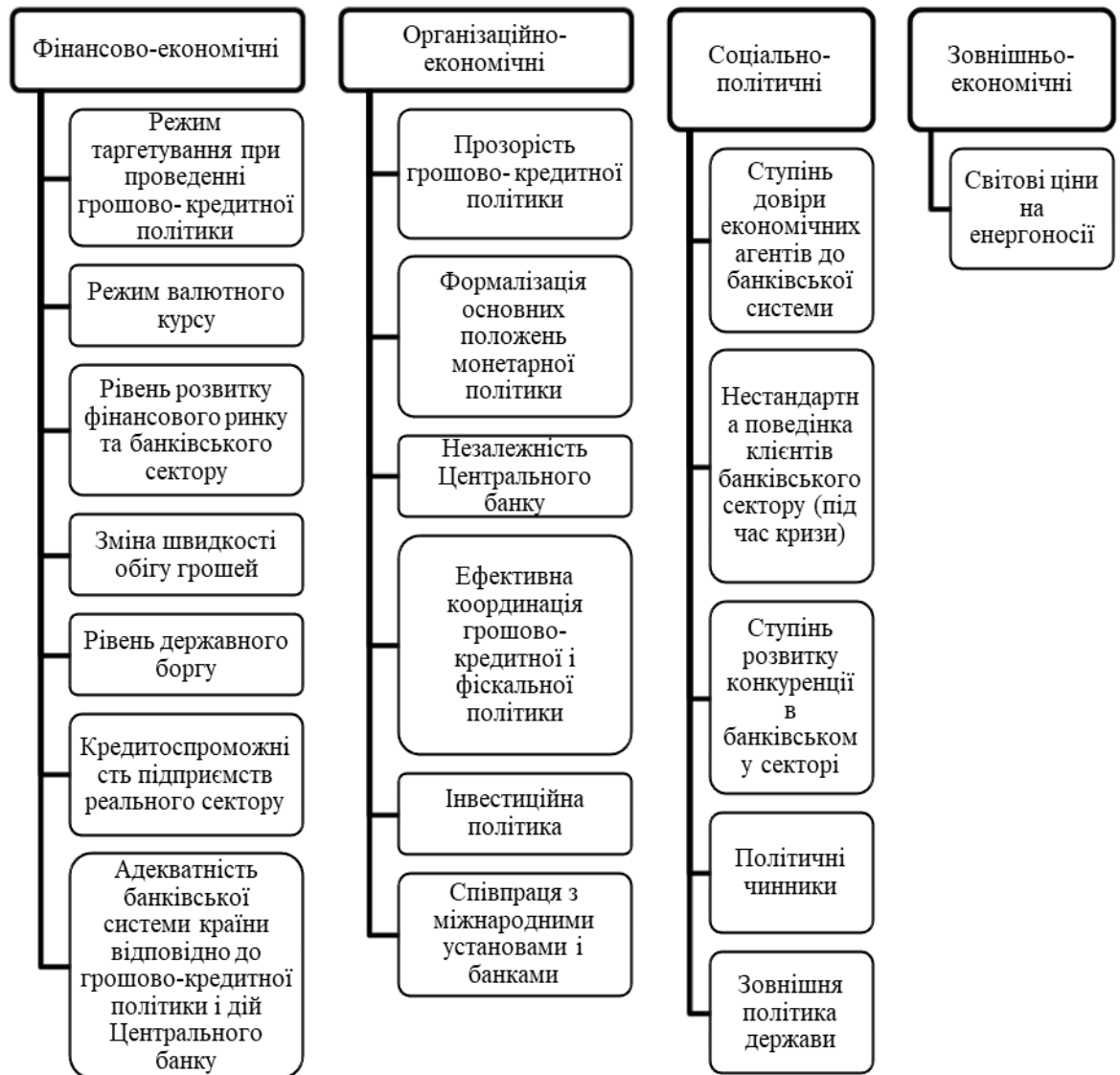


Рис. 1.11. Фактори впливу на ефективність монетарної політики

Джерело: складено автором за [44]

Сучасна практика реалізації монетарної політики ґрунтується на світовому досвіді досягнення основної мети монетарного впливу на економіку країни. Наприклад, нещодавно Європейський центральний банк (ЄЦБ) отримав все більшу популярність у своїй стратегії монетарної політики, намагаючись поєднати традиційні підходи, засновані на контролі вибраних агрегатів грошової маси, зі стратегіями прямого таргетування інфляції. Для цього ЄЦБ використовує два рівні аналізу:

- монетарний і макроекономічний;

- рішення про формування монетарної політики є результатом висновків, які враховують результати обох аналізів[41].

У свою чергу діяльність Національного банку Польщі базується на урахуванні властивостей макроекономічної ситуації, узгодженні монетарної політики з макропруденційними цілями, інтервенціях Національного банку на валютному ринку та використуванні іноземних валютний ринок для запровадження системи плаваючого валютного курсу. Таким чином, польський досвід передбачає гнучке використання стратегії інфляційного таргетування при забезпеченні макроекономічної стабільності.

Висновки до першого розділу

Проведене дослідження теоретико-методологічних засад монетарної політики дозволило сформулювати наступні висновки:

1. Аналіз сучасних досліджень сутності та змісту монетарної політики дозволяють розмежувати широкий та вузький зміст цього поняття. Вчені, які підтримують широку точку зору, стверджують, що дії центрального банку в його складі включають регулювання економічного зростання, стримування інфляції, забезпечення стабільності грошової одиниці, забезпечення зайнятості населення, збалансування платіжного балансу, збільшення ліквідності та довіру до банківських установ, та забезпечення соціальної захищеності населення тощо. При цьому прихильники вузького підходу до визначення монетарної політики фактично трактують її як «сукупність засобів впливу на грошову масу та пропозицію грошей в економіці».

2. Інструментами монетарної політики є базова відсоткова ставка, норма обов'язкових резервів та операції на ринку. У розвинених країнах центральні банки зазвичай використовують відсоткові ставки як основний інструмент політики. Навпаки, у країнах з ринком, що формується, деякі інструменти, не пов'язані з процентною ставкою (наприклад, резервні вимоги), часто використовуються як доповнення або навіть заміна монетарної політики, заснованої на процентній ставці. Використання всіх

трьох інструментів може допомогти підвищити ефективність реалізації багатоцільової монетарної політики урядів країн.

3. Сучасна практика реалізації монетарної політики ґрунтується на світовому досвіді досягнення основної мети монетарного впливу на економіку країни. Наприклад, нещодавно Європейський центральний банк (ЄЦБ) отримав все більшу популярність у своїй стратегії монетарної політики, намагаючись поєднати традиційні підходи, засновані на контролі вибраних агрегатів грошової маси, зі стратегіями прямого таргетування інфляції. Для цього ЄЦБ використовує два рівні аналізу: монетарний і макроекономічний; рішення про формування монетарної політики є результатом висновків, які враховують результати обох аналізів.

РОЗДІЛ II. ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В ПЕРІОД НЕЗАЛЕЖНОСТІ

2.1. Основні складові монетарної політики України в умовах кризових явищ 1991-2009 рр.

У перехідних економічних умовах, що характеризуються здобуттям Україною незалежності у 1991 р., головним завданням монетарної політики в умовах спаду інфляції було сприяння переміщенню потоків капіталу з фінансового сектора в реальний сектор. Необхідною умовою припинення спаду матеріального виробництва і відновлення економічного зростання вважається цінова стабільність, оскільки в цьому випадку вільні кошти доцільно вкласти в реальний сектор економіки. Однак однієї цієї передумови недостатньо. Сприяння економічному зростанню потребує відповідної зміни тактики: від жорсткої політики підтримки грошової маси на певному рівні до політики гнучкого контролю процентної ставки.

Центральний банк помірно розширює реалізацію монетарної політики шляхом пом'якшення умов кредитування, що розширює пропозицію грошей на ринку, тим самим знижуючи ціну кредитних ресурсів – процентну ставку, тим самим стимулюючи інвестиційний процес і зумовлюючи зростання ВВП [45]. В Україні головна роль у формуванні та реалізації монетарної політики належить Національному банку України, оскільки він несе соціальну та економічну відповідальність за стан грошово-кредитної сфери. Відповідно до основних засад монетарної політики, визначених статтею 100 Конституції України та статтею 9 Закону про Національний банк України, вона формується та контролюється Радою Національного банку з метою забезпечення економічного зростання та підтримки високого рівня зайнятості населення [48].

У 2002 році Національний банк України почав офіційно проголошувати основні принципи монетарної політики. Документ містить

інформацію про політику, яку ЦБ має намір проводити протягом року, а також про використовувані інструменти та монетарні показники щодо розвитку монетарного поля [47, с. 37–44]. Наприклад, в «Основних засадах монетарної політики 2004 року» [48] зазначено, що вони сформульовані відповідно до динаміки основних прогнозних макропоказників економічного і соціального розвитку в наступному році та їх поточного виконання в році, що підтверджує, що у країні на даному етапі існує нерозривний зв'язок між монетарною політикою і загальною економічною політикою. Важлива роль надається таким макроекономічним показникам, як ВВП, аналіз якого пов'язаний з монетарними показниками, щоб визначити фінансову безпеку економіки в стабільному контексті, і ці величини сприяють реальному зростанню у виробництві.

Варто зазначити, що основне завдання монетарної політики в цей період визначалося відповідно до цілей і напрямків монетарної політики та прогнозу економічного і соціального розвитку, особливо прогнозу ВВП. Тому необхідно з'ясувати зв'язок між статистичною оцінкою ВВП і грошовими показниками, а також безпосередньо спрогнозувати проблему показників ВВП. Варто зазначити, що розрахунок номінального та реального ВВП України здійснює Держкомстат України, розрахунок офіційного прогнозу ВВП – Міністерство економіки та з питань європейської інтеграції України, а валютний прогноз – показників здійснює Національний банк України.

Відповідно до ст. 2 зазначених пунктів передбачено, що Національний банк з метою ефективного управління грошовим ринком, обсягом грошей в обігу та виконання функції кредитора останньої інстанції встановлює такі тарифи за своїми операціями: облік, кредити овернайт, рефінансування, депозити овернайт та залучення банками тимчасово вільного капіталу.

До 2008 року курс обміну гривні існував з прив'язкою до долара. У такій системі монетарна політика була підпорядкована валютній політиці. Роль центрального банку за фіксованого обмінного курсу здебільшого

обмежена інтервенціями на валютному ринку, тобто купівлею та продажем іноземної валюти для підтримки фіксованого обмінного курсу. Ключові монетарні показники, такі як зростання грошових агрегатів, інфляція чи відсоткові ставки, не визначаються за допомогою інструментів монетарної політики, а змінюються в результаті втручання. Отже, до 2008 року Україна не мала самостійної монетарної політики. Як наслідок, наукове та громадське обговорення теми було обмеженим. Однак у 2008 році НБУ перейшов на гнучкий обмінний курс.

За нового режиму монетарна політика є більш важливою та більш економічно актуальною, ніж раніше. Зокрема, ліквідність і процентні ставки на міжбанківському ринку – це дуже актуальні показники, які значною мірою залежать від спрямованості монетарної політики та використання її інструментів. Отже, монетарна політика стала ключовим питанням для обговорення в Україні як для експертів так і для урядовців.

Відповідно до Положення “Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України” від 30 квітня 2009 р. № 259 Національний банк для регулювання ліквідності банків, виконання функції кредитора останньої інстанції, з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку застосовував такі інструменти:

1) рефінансування – це операція, за якою НБУ надає кредити банкам у встановленому порядку. Економічна сутність рефінансування полягає в підтримці ліквідності банків на мікрорівні, а в розширенні грошової маси національної економіки на макрорівні;

2) кредит рефінансування банку є джерелом тимчасової ліквідності, наявність якої залежить від фінансового стану банку та цілей монетарної політики. Вони надаються банкам з відповідними гарантіями, перелік видів яких визначається центральним банком з урахуванням кон’юнктури грошового ринку.

У 2009 році НБУ використовував кредити, РЕПО та свопи для рефінансування банків. З січня по вересень 2009 року в рамках звичайних

операцій рефінансування операції РЕПО склали 500 млн грн, а операції своп – 1,4 млрд грн. З січня по вересень 2009р. Значна частина цих коштів була надана в березні. Також НБУ надав 12,7 млрд грн. Рефінансування овернайт і 8 млрд грн. кредити до 14 днів. Для забезпеченого та незабезпеченого рефінансування овернайт використовується відповідна ставка монетарної політики (наразі 15,5% та 17% відповідно).

Крім того, НБУ використовує облікову ставку. Ставка використовується для обліку рефінансування векселів, випущених комерційними банками відповідно до Закону про національну банківську діяльність. Облікова ставка є найнижчою з різних ставок рефінансування і є показником монетарної політики. Облікова ставка Національного банку є одним із монетарних інструментів, який використовується Національним банком для визначення вартості залучених та інвестованих коштів суб'єктів грошового ринку у відповідний період, і є основною процентною ставкою. Облікова ставка є основною процентною ставкою Національного банку України.

Облікова ставка визначається відповідно до таких основних принципів:

- облікова ставка використовується Національним банком як засіб реалізації монетарної політики та як орієнтир цін на валюту;
- облікова ставка є одним із факторів, що характеризують основний напрям змін монетарного регулювання;
- облікова ставка – це найнижча ставка, за якою НБУ може підтримувати ліквідність банку.

Визначення рівня та характеру зміни облікової ставки Національного банку залежить від загальної тенденції розвитку економіки, перебігу макроекономічного та бюджетного процесу, стану валютного ринку. Розмір облікової ставки визначається Комітетом Національного банку з грошово-кредитних питань, затверджується Правлінням Національного банку та діє до моменту її зміни. Якщо змінюється облікова ставка, зазвичай змінюється і ставка рефінансування. Раніше Національний банк використовував облікову

ставку для проведення операцій монетарної політики, але з 2008 року вона не використовується.

2.2. Інструменти реалізації монетарної політики України в 2010-2020 рр.

Сучасний стан розвитку світової фінансової системи характеризується змінами ролі та функцій центральних банків в економічному та монетарному регулюванні, спричиненими фінансовими проблемами та дисбалансами на фінансових ринках і національних фіскальних структурах в окремих країнах. Загальною тенденцією монетарної політики є посилення ролі центрального банку у збалансуванні фінансового ринку та фінансової системи, запровадження макропруденційних норм, посилення координації монетарної та фіскальної політики, адекватне реагування на процес девальвації та інфляції, використання заходів щодо зміцнення стабільності фінансової системи банківської системи, захисту їх від системних ризиків. На рис. 2.1 наведено дані щодо грошової маси в Україні за 2010-2020 рр.

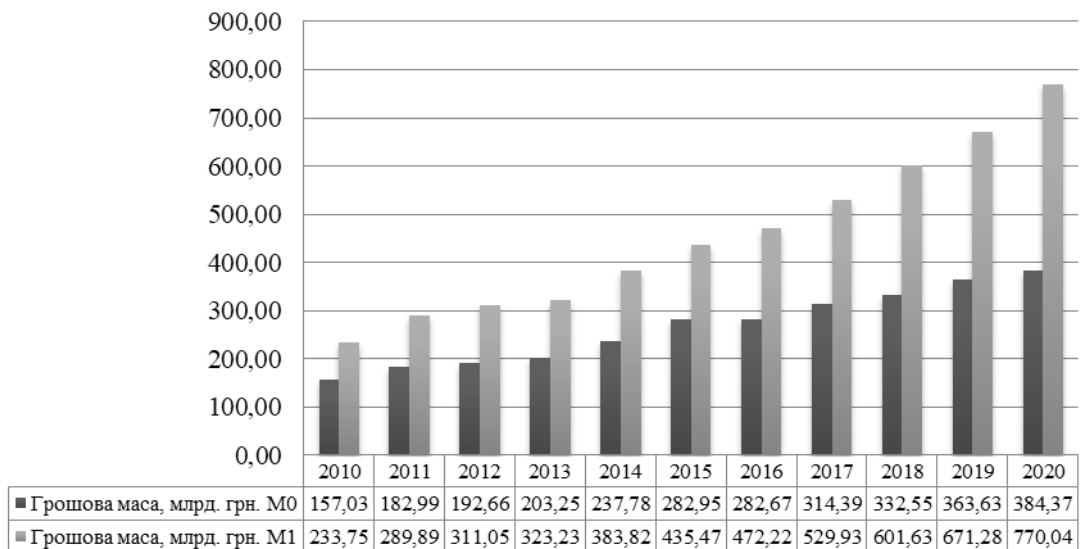


Рис. 2.1. Динаміка грошової маси України у 2010–2020 рр. (на початок періоду)

На рис. 2.2 наведено динаміку основних монетарних показників України за 2010-2020 рр.

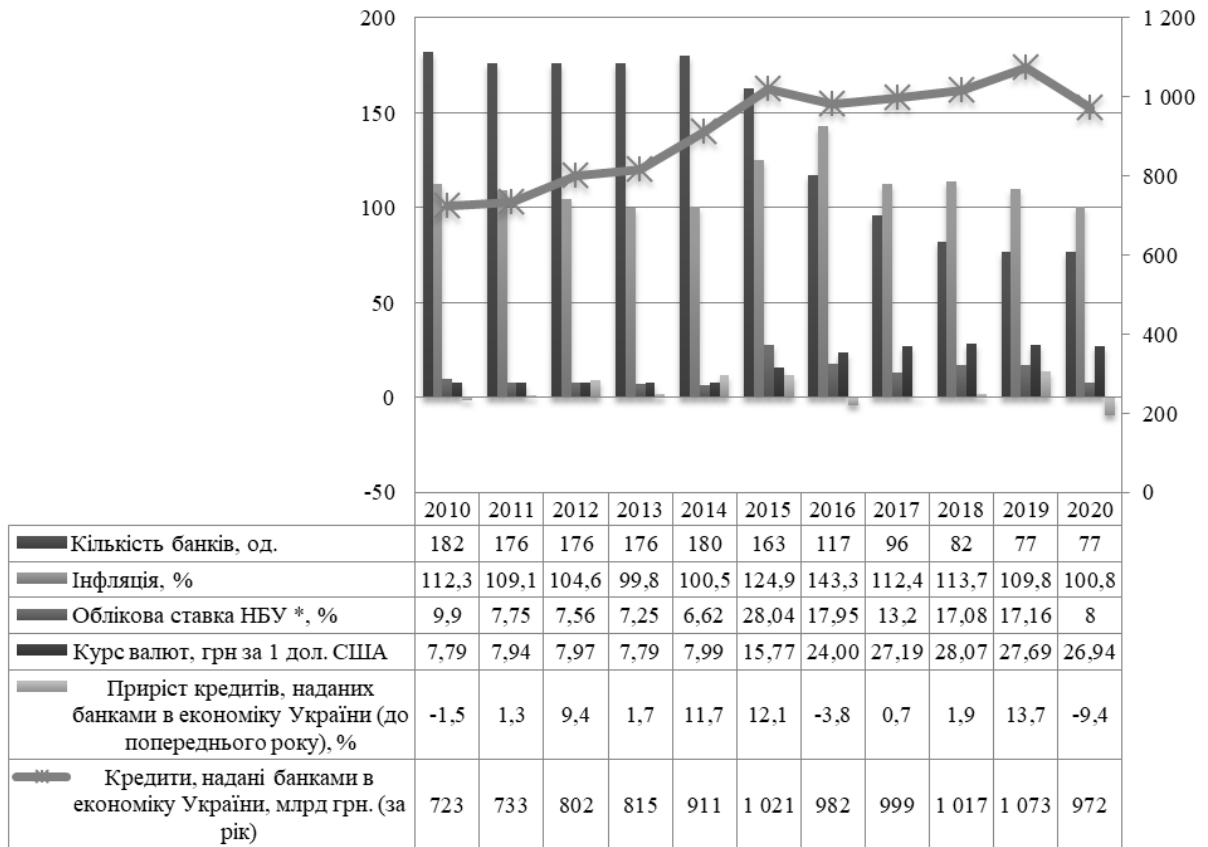


Рис. 2.2. Основні монетарні показники України у 2010–2020 рр. (на початок періоду)

Реалізацію монетарної політики НБУ може систематизувати за основним напрямком монетарної політики України на 2010-2020 рр. наступним чином.

1. Протягом досліджуваного періоду з 2010 по 2020 рр. НБУ здебільшого жорстко контролював політику «дорогих грошей», а наприкінці 2018-2019 рр. дещо послабив її. З рівня облікової ставки НБУ та шкали кредитів видно, що вона надається банками державному господарству.

2. Порівняно з іншими цілями у монетарній сфері досягнення та підтримання цінової стабільності є беззаперечним пріоритетом монетарної політики, що постійно відображається в основних принципах монетарної

політики тих років. Національний банк не використовував жодних інструментів монетарної політики для досягнення будь-якої мети, яка могла б загрожувати цінній стабільності.

3. В 2010-2020 роки основним інструментом монетарної політики залишається облікова ставка, яка швидко змінюється відповідно до ситуації у фінансовому секторі. Зміна облікової ставки найбільше впливає на рівень інфляції, оскільки зменшує кількість грошей в обігу. Водночас підвищення облікової ставки негативно впливає на розвиток і зростання національної економіки, заважає їй вийти з кризового стану.

4. Визначення параметрів монетарної політики ґрунтується на комплексному аналізі та прогнозі макроекономіки. Усі рішення мають передбачуваний характер.

5. Було запроваджено систему плаваючого обмінного курсу, який визначався ринковою кон'юнктурою без попереднього встановлення очікування чи прогнозу.

6. Підвищення прозорості діяльності НБУ, що відображається в інформації, що оприлюднюється на офіційному веб-сайті у Річному звіті НБУ, Інфляційному звіті Національного банку України, Звіті про фінансову стабільність НБУ, постійна публікація новин про принципові рішення регулятора у сфері монетарної політики рукописи, наукові семінари та конференції.

Проаналізуємо тенденції монетарної політики за період 2014-2020 рр. більш поглиблено. У 2014-2015 роках «основною метою монетарної політики» Національного банку було «досягнення та підтримання цінної стабільності в державі», що вимірюється індексом споживчих цін на рівні 3-5% на рік [49;50]. Іншими словами, економічні та політичні проблеми, з якими стикалася Україна протягом багатьох років, призвели до проведення обмежувальної монетарної політики, спрямованої на швидке подолання ознак інфляції та забезпечення внутрішньої фінансової стабільності. Основним інструментом обмежувальної монетарної політики України в 2014-

2015 роках була фіксована облікова ставка, доповнена постійним кредитом і депозитом овернайт.

Власне, аналізуючи результати монетарної політики у 2015 році, робимо висновок, що НБУ вдалося забезпечити технічні передумови для переходу до режиму таргетування інфляції, зокрема:

- побудувати макроекономічну модель;
- розробити квартальний прогностичний цикл;
- створити інституційні передумови, зокрема забезпечення незалежність Національного банку у використанні його інструментів для досягнення своїх цілей;
- усунення фіскального домінування та зміни процесу прийняття рішень щодо монетарної політики.

На початку 2016 року НБУ перейшов на інфляційне таргетування. У грудні 2016 року Рада Національного банку затвердила Основи монетарної політики у 2017 році та Середньострокову перспективу, законодавчо закріпивши таргетування інфляції як режим монетарної політики України. Застосування системи інфляційного таргетування призвело до зниження індексу інфляції з 43,3% у 2015 році до 12,4% у 2016 році, що на 30,9 процентного пункту, що є великим досягненням монетарної політики та відіграло позитивну роль у стабілізації економіки.

Національна економіка – ВВП вперше продемонстрував зростання +2,9% в дол. еквіваленті (2015 р. - 31,3% в дол. екв.). У подальшому 2017-2019 роках також було визначено вектор монетарної політики для забезпечення цінової стабільності та утримання інфляції: 2017 рік – $8\% \pm 2\%$, 2018 рік – $6\% \pm 2\%$, 2019 рік і далі – $5\% \pm 1\%$. %. Іншими словами, пріоритетом діяльності Національного банку України стало зниження рівня інфляції до однозначних показників та утримання його на цьому рівні в середньостроковій перспективі.

У 2018 році рада директорів НБУ схвалила стратегію монетарної політики, офіційно підтвердивши незмінність реалізації цілей і принципів монетарної політики. Послідовність у здійсненні монетарної політики, заснованої на режимі таргетування інфляції, може допомогти стабілізувати інфляційні очікування серед громадян і підприємств, а також стимулювати довгострокові заощадження та інвестиції в економіку. Основними засадами монетарної політики НБУ на 2018 рік було визначено, що формування низьких інфляційних очікувань є одним із ключових факторів покращення макроекономічного середовища та нарощування економічного потенціалу України. Середньостроковий цільовий показник інфляції (приріст у річному вимірі) індексу споживчих цін) встановлено на рівні 5 %, допустимий діапазон відхилення – ± 1 в.п.. Він буде досягнутий протягом 2018-2020 років.

В «Основних засадах монетарної політики та середньостроковій перспективі на 2019 рік» НБУ вкотре оголосив, що «використання монетарної системи таргетування інфляції, оскільки досягнення цінової стабільності та забезпечення стабільних темпів зростання ВВП та усунення непередбачуваних та суб'єктивних мотивацій для змін монетарної політики і створення передумови для прийняття рішень» [51]. Цим же документом встановлено середньостроковий кількісний ціль інфляції на рівні 5 відсотків. Водночас Законом України «Про Державний бюджет України на 2019 рік» рівень інфляції передбачено встановити на рівні 7,4% [52].

Головним пріоритетом монетарної політики у 2020 році також було визначено «досягнення та забезпечення цінової стабільності» шляхом «використання монетарного режиму таргетування інфляції, сприяючи одночасному забезпеченню стійких темпів зростання ВВП».

Однак глобальна пандемія COVID-19 похитнула усталену стабільність валютного ринку: через ізоляцію та паніку серед населення, шок у вигляді ослаблення гривні та ажіотаж в останні кілька тижнів перед карантин (березень 2020 квітень – квітень) попит на певні товари. Проте це виявилось

не довгим завдяки очищенню банківської системи, фіскальній консолідації, плаваючим обмінним курсам і більш ефективній монетарній політиці.

Інфляція за перші кілька місяців 2020 року залишилася нижчою за очікування. Очікується, що зростання цін помірно прискориться до кінця 2020 року через ослаблення гривні в березні. Однак майбутня інфляція буде обмежена падінням споживчого попиту та низькими цінами на енергоносії. Водночас варто зазначити, що зростання попиту на одяг, їжу, житло та транспорт, викликане психологічними факторами та ажіотажем на валютному ринку, швидко вичерпалися. Ці фактори не матимуть значного впливу на майбутню динаміку інфляції порівняно з впливом скорочення внутрішнього попиту та різкого зниження світових цін на енергоносії.

Прогноз майбутньої динаміки інфляції передбачає, що інфляція залишатиметься в цільовому діапазоні 5% +/- 1 процентний пункт, хоча й з помірним прискоренням у найближчі місяці. До кінця 2020 року вона досягла 6%. Але слабший, ніж очіувалося, споживчий попит може означати повільніше повернення до цільового діапазону інфляції. Тим часом економіка потребує рішучої відповіді та підтримки НБУ. Наприкінці квітня 2020 року Рада директорів Національного банку України встановила облікову ставку на рівні 8,0% річних [53].

Таким чином, реалізацію монетарної політики НБУ може систематизувати за основним напрямком монетарної політики України на 2010-2020 рр. наступним чином:

1. Протягом досліджуваного періоду з 2010 по 2020 рр. НБУ здебільшого жорстко контролював політику «дорогих грошей», а наприкінці 2018-2019 рр. дещо послабив її. З рівня облікової ставки НБУ та шкали кредитів видно, що вона надається банками державному господарству.

2. Порівняно з іншими цілями у монетарній сфері досягнення та підтримання цінової стабільності є беззаперечним пріоритетом монетарної політики, що постійно відображається в основних принципах монетарної політики тих років. Національний банк не використовував жодних

інструментів монетарної політики для досягнення будь-якої мети, яка могла б загрозувати ціновій стабільності.

3. В 2010-2020 роки основним інструментом монетарної політики залишається облікова ставка, яка швидко змінюється відповідно до ситуації у фінансовому секторі. Зміна облікової ставки найбільше впливає на рівень інфляції, оскільки зменшує кількість грошей в обігу. Водночас підвищення облікової ставки негативно впливає на розвиток і зростання національної економіки, заважає їй вийти з кризового стану.

4. Визначення параметрів монетарної політики ґрунтується на комплексному аналізі та прогнозі макроекономіки. Усі рішення мають передбачуваний характер.

5. Було запроваджено систему плаваючого обмінного курсу, який визначався ринковою кон'юнктурою без попереднього встановлення очікування чи прогнозу.

6. Підвищення прозорості діяльності НБУ, що відображається в інформації, що оприлюднюється на офіційному веб-сайті у Річному звіті НБУ, Інфляційному звіті Національного банку України, Звіті про фінансову стабільність НБУ, постійна публікація новин про принципові рішення регулятора у сфері монетарної політики рукописи, наукові семінари та конференції.

2.3. Вплив монетарної політики на макроекономічні показники України

Аналіз впливу монетарної політики на макроекономічні показники України здійснимо на основі аналізу ВВП (номінального та реального, а також ВВП на душу населення), індексу споживчих цін, зовнішнього боргу, доходів та видатків Зведеного бюджету.

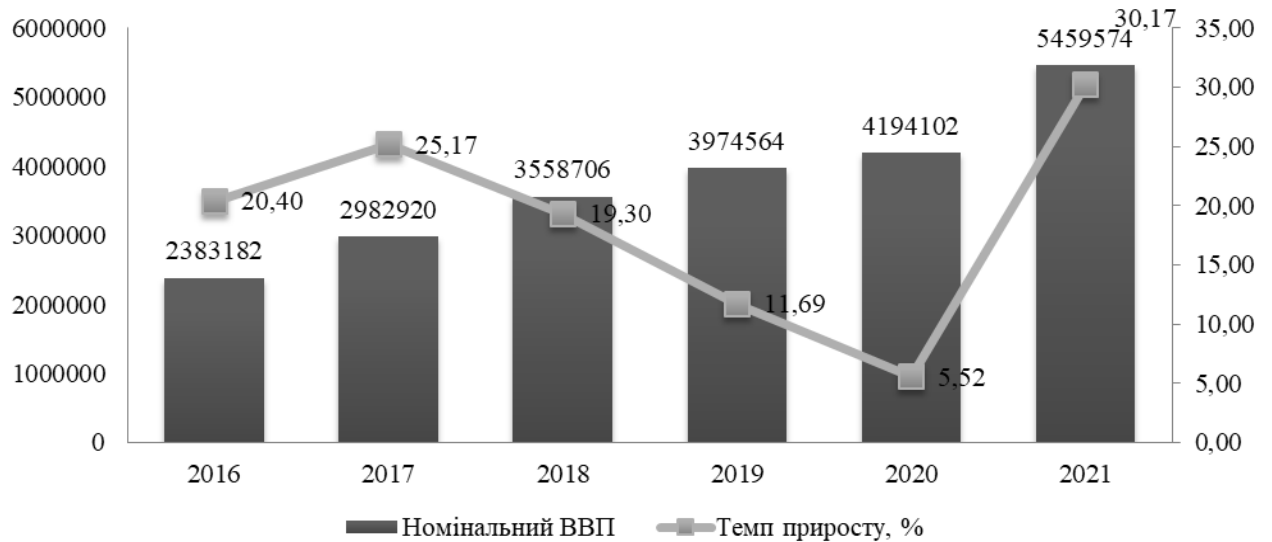


Рис. 2.1. Динаміка номінального ВВП України в 2016-2021 рр.,
млн. грн.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Протягом досліджуваного періоду номінальний ВВП в Україні мав чітку тенденцію до зростання із рівня в 2383,182 млрд. грн. до рівня в 5459,574 млрд. грн. за результатом 2021 року. Найбільший темп приросту протягом досліджуваного періоду був зафіксований в 2021 році і становив 30,17%.

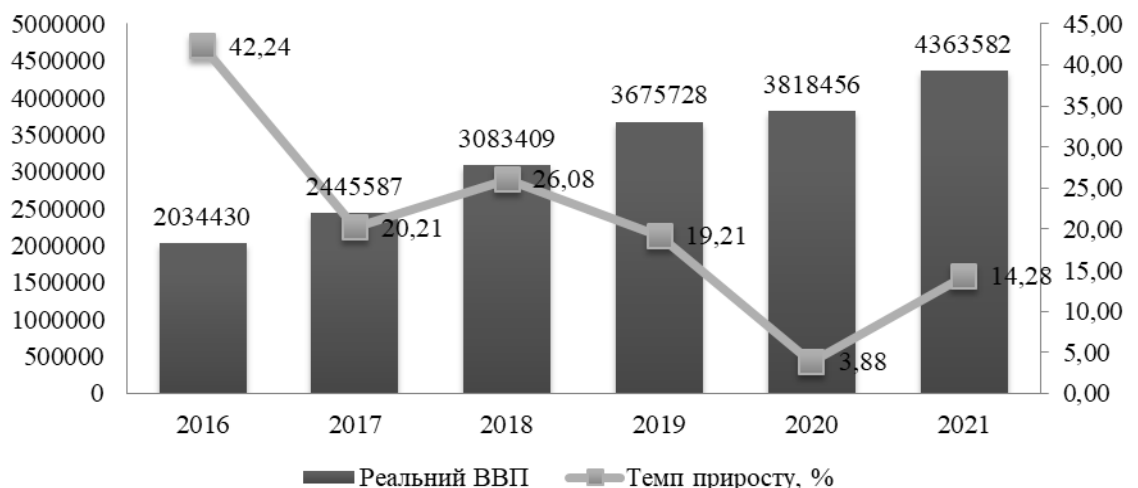


Рис. 2.2. Динаміка реального ВВП України в 2016-2021 рр., млн.
грн.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Реальний ВВП в Україні також мав тенденцію до зростання із рівня в 2034,430 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 4363,582 млрд. грн. за результатом 2021 року. Найбільший приріст реального ВВП був зафіксований в 2016 році і склав 42,24%.

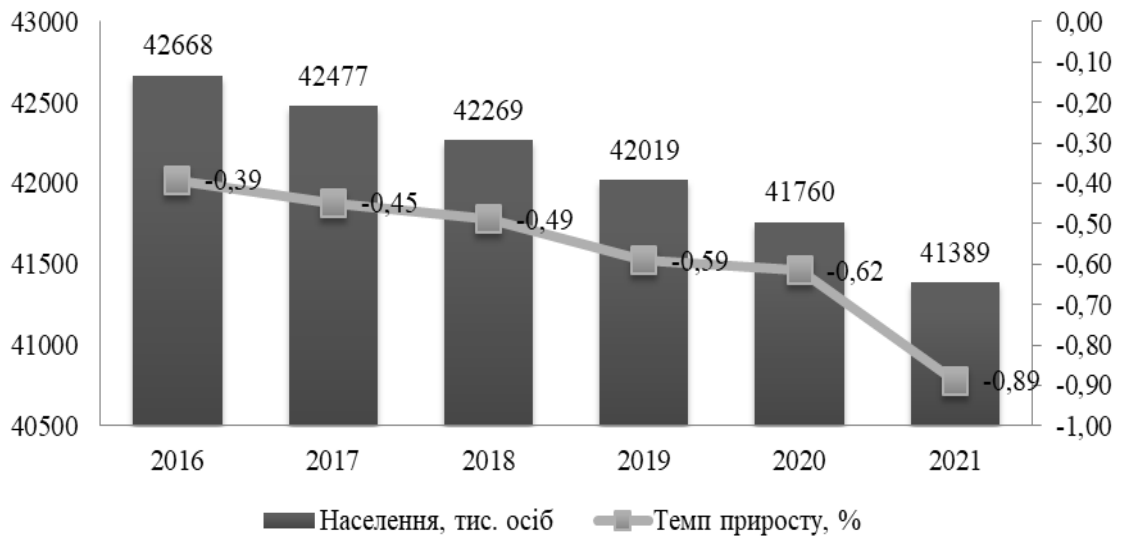


Рис. 2.3. Динаміка населення України в 2016-2021 рр., тис. осіб

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Протягом досліджуваного періоду населення України мало тенденцію до скорочення із рівня в 42,668 млн. осіб за результатом 2016 року до рівня в 41,389 млн. осіб в 2021 році.



Рис. 2.4. Динаміка ВВП на душу населення України в 2016-2021 рр., тис. грн.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]



Рис. 2.5. Динаміка ВВП на душу населення України в 2016-2021 рр., дол. США

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

ВВП на душу населення України протягом досліджуваного періоду мало тенденцію до зростання із рівня в 55,85 тис. грн. (2185,9 дол.) в 2016 році до рівня в 131,91 тис. грн. (4834,3 дол.) в 2021 році.

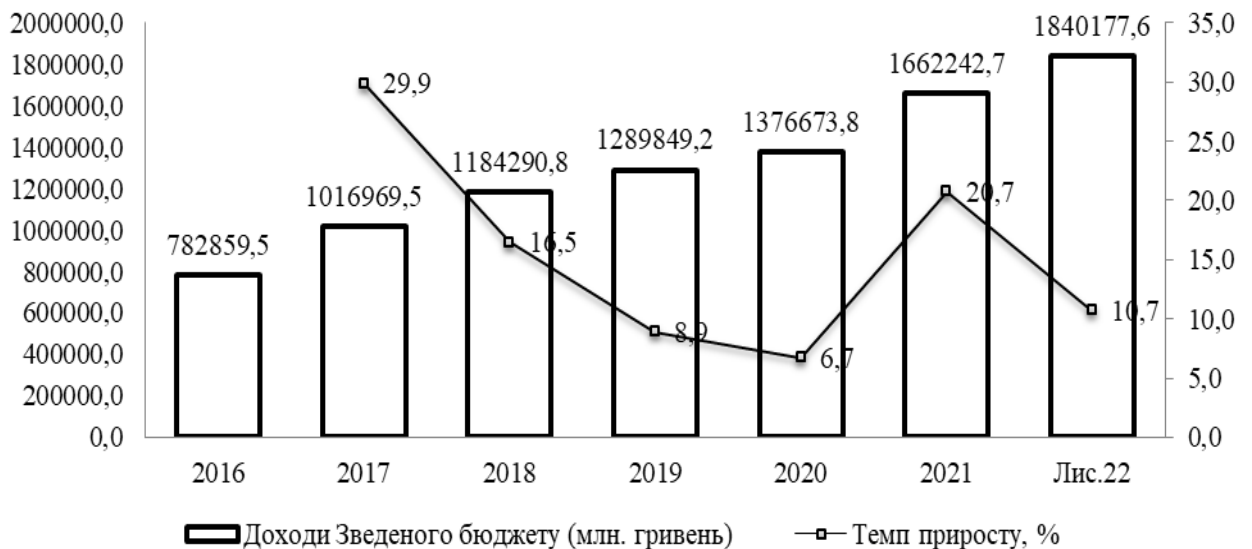


Рис. 2.6. Динаміка доходів зведеного бюджету України в 2016-11.2022 рр., млн. грн.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Доходи Зведеного бюджету протягом 2016-2022 рр. мали тенденцію до зростання із рівня в 782,859 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 1840,177 млрд. грн. за результатом 11 місяців 2022 року. В середньому темп приросту за досліджуваний період становив 15,6%.



Рис. 2.7. Динаміка видатків зведеного бюджету України в 2016-11.2022 рр., млн. грн.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Видатки Зведеного бюджету України протягом досліджуваного періоду мали чітку тенденцію до зростання із рівня в 835,832 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 2555,396 млрд. грн. за результатом 11 місяців 2022 року. В середньому темп приросту за досліджуваний період становив 20,8%.

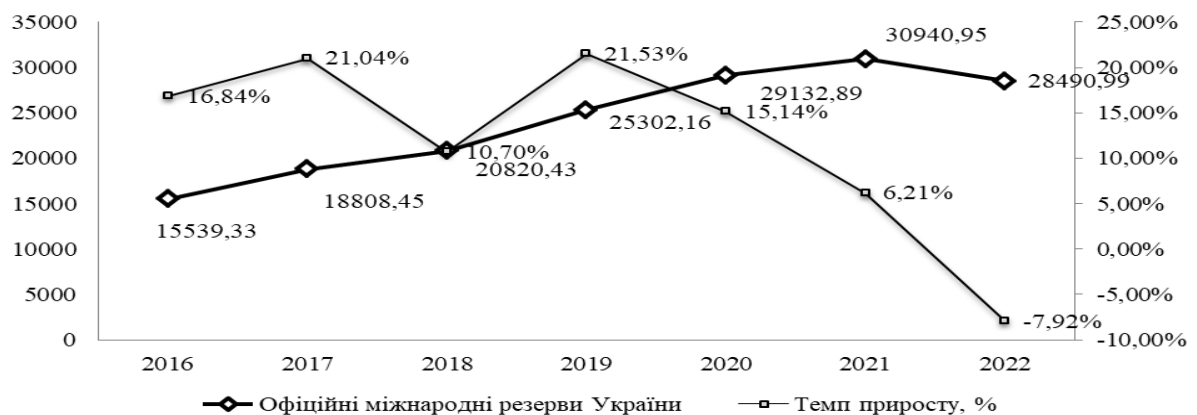


Рис. 2.8. Динаміка офіційних резервів України в 2016-2022 рр., млн. дол. США.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Протягом 2016-2021 рр. офіційні резерви в Україні мали тенденцію до зростання із рівня в 15539,3 млн. дол. в 2016 році до рівня в 30940,95 млн. дол. за результатом 2021 року. Проте в 2022 році вони зазнали скорочення на 7,92% до рівня в 28490,99 млн. дол.

Таблиця 3.1

Динаміка офіційних резервних активів України за 2022 рік

Резерви	Січень	Лютий	Грудень	Зміна за лютий	Зміна за рік
Офіційні резервні активи	29 086,98	27 552,86	28 490,99	-5,27	-2,05
*Резерви в іноземній валюті	27 462,36	25 893,45	25 232,18	-5,71	-8,12
*Резервна позиція в МВФ	0,33	0,34	0,32	3,03	-3,03
*Спеціальні права запозичення	79,20	18,37	1 693,22	-76,81	2037,90
*Золото	1 545,09	1 640,70	1 565,27	6,19	1,31

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Протягом 2022 року офіційні резервні активи України мали тенденцію до зменшення на 2,05%. Проте доцільно зазначити, що найбільшого зменшення зазнали резерви в іноземній валюті, що зменшилися на 8,12% та резервна позиція в МВФ на 3,03%. Резерви в золоті мали тенденцію до зростання на 1,31%.



Рис. 2.9. Динаміка індексу споживчих цін України в 2016-2022 рр.,%

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Індекс споживчих цін протягом 2016-2022 рр. мав тенденцію до зростання із рівня в 112,4% в 2016 році до рівня в 126,6 % за результатом 2022 року.

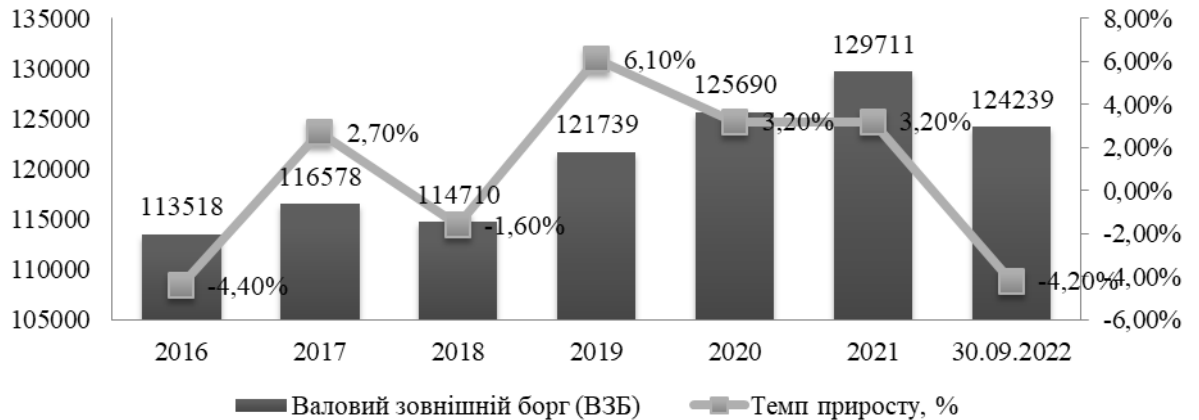


Рис. 2.10. Динаміка валового зовнішнього боргу України в 2016-30.09.2022 рр., млн. дол. США.

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

За період 2016-2021 рр. валовий зовнішній борг України мав чітку тенденцію до зростання із рівня в 113518 млн. дол. в 2016 році до рівня в 129711 млн. дол. за результатом 2021 року. За 9 місяців 2022 року валовий зовнішній борг України зменшився на 4,2% до рівня в 124239 млн. дол.

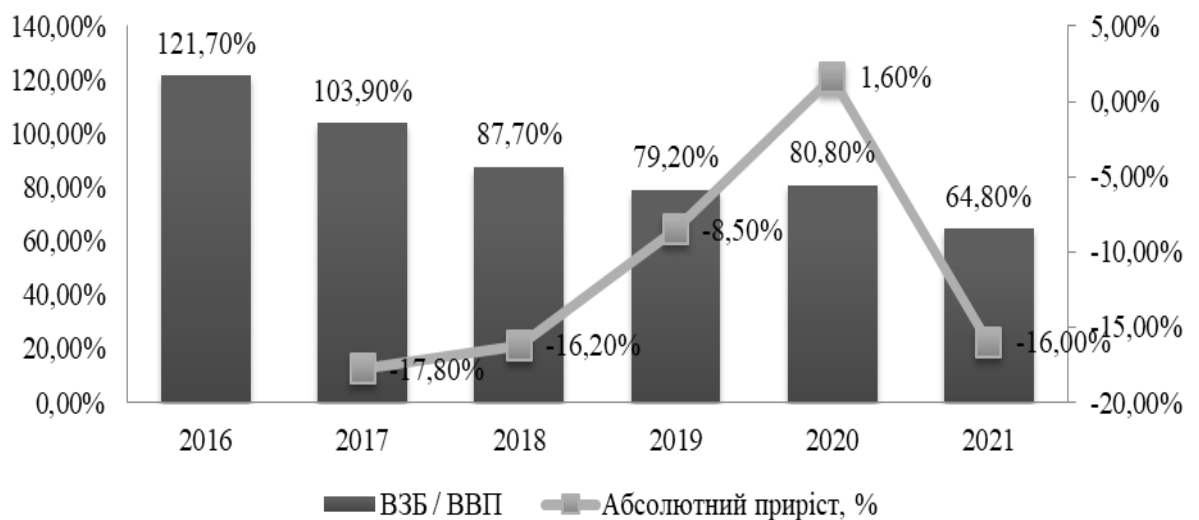


Рис. 2.11. Динаміка відношення валового зовнішнього боргу України до ВВП в 2016-2021 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі: [29;37]

Протягом досліджуваного періоду в Україні спостерігалася тенденція до скорочення відношення валового зовнішнього боргу до ВВП із рівня в 121,7% в 2016 році до рівня в 64,8% за результатом 2021 року.

Отже, протягом досліджуваного періоду номінальний ВВП в Україні мав чітку тенденцію до зростання із рівня в 2383,182 млрд. грн. до рівня в 5459,574 млрд. грн. за результатом 2021 року. Найбільший темп приросту протягом досліджуваного періоду був зафіксований в 2021 році і становив 30,17%. Реальний ВВП в Україні також мав тенденцію до зростання із рівня в 2034,430 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 4363,582 млрд. грн. за результатом 2021 року. Найбільший приріст реального ВВП був зафіксований в 2016 році і склав 42,24%. ВВП на душу населення України протягом досліджуваного періоду мало тенденцію до зростання із рівня в 55,85 тис. грн. (2185,9 дол.) в 2016 році до рівня в 131,91 тис. грн. (4834,3 дол.) в 2021 році. Доходи Зведеного бюджету протягом 2016-2022 рр. мали тенденцію до зростання із рівня в 782,859 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 1840,177 млрд. грн. за результатом 11 місяців 2022 року. В середньому темп приросту за досліджуваний період становив 15,6%. Видатки Зведеного бюджету України протягом досліджуваного періоду мали чітку тенденцію до зростання із рівня в 835,832 млрд. грн. в 2016 році до рівня в 2555,396 млрд. грн. за результатом 11 місяців 2022 року. В середньому темп приросту за досліджуваний період становив 20,8%. Протягом 2016-2021 рр. офіційні резерви в Україні мали тенденцію до зростання із рівня в 15539,3 млн. дол. в 2016 році до рівня в 30940,95 млн. дол. за результатом 2021 року. Проте в 2022 році вони зазнали скорочення на 7,92% до рівня в 28490,99 млн. дол. За період 2016-2021 рр. валовий зовнішній борг України мав чітку тенденцію до зростання із рівня в 113518 млн. дол. в 2016 році до рівня в 129711 млн. дол. за результатом 2021 року. За 9 місяців 2022 року валовий зовнішній борг України зменшився на 4,2% до рівня в 124239 млн. дол. Протягом досліджуваного періоду в Україні спостерігалася тенденція до скорочення відношення валового зовнішнього

боргу до ВВП із рівня в 121,7% в 2016 році до рівня в 64,8% за результатом 2021 року.

Висновки до другого розділу

Проведене дослідження особливості реалізації монетарної політики України в період Незалежності дозволило сформувати наступні висновки:

1. Було встановлено, що до 2008 року курс обміну гривні існував з прив'язкою до долара. У такій системі монетарна політика була підпорядкована валютній політиці. Роль центрального банку за фіксованого обмінного курсу здебільшого обмежена інтервенціями на валютному ринку, тобто купівлею та продажем іноземної валюти для підтримки фіксованого обмінного курсу. Проте з 2008 року НБУ перейшов на гнучкий обмінний курс. За нового режиму монетарна політика була більш важливою та більш економічно актуальною, ніж раніше. Зокрема, ліквідність і облікові ставки та процентні ставки на міжбанківському ринку стали актуальними показниками, які значною мірою залежали від спрямованості монетарної політики та використання її інструментів.

2. Протягом досліджуваного періоду з 2010 по 2020 рік більшість національної банківської галузі суворо контролювали політику «дорогоцінних грошей», яка була послаблена з 2018 до кінця 2019 року. Судячи з рівня облікової ставки НБУ та масштабу кредиту, очевидно, що банк надавав його державному господарству. Порівняно з іншими цілями у монетарній сфері досягнення та підтримка цінової стабільності стало беззаперечним пріоритетом монетарної політики, і це постійно знаходило відображення в основних принципах монетарної політики тих років. У 2010-2020 роках основним інструментом монетарної політики залишалася облікова ставка, яка може швидко змінюватися відповідно до ситуації у фінансовому секторі.

3. З метою мінімізації ризиків для цін і фінансової стабільності НБУ відповідно до чинного законодавства України визначив особливості регулювання грошово-кредитного ринку, здійснював грошово-кредитне регулювання та в разі потреби вживав заходів захисту, які передбачено в Законі України «Про валюту і валютні операції». Також заходами НБУ для здійснення монетарної політики в системі антикризових заходів в умовах війни були: виокремлення пріоритетних напрямів спільної відповіді на виклик війни, з метою впровадження антикризових заходів в банківській галузі було збільшено норми резервування банків для залучення коштів, з метою покращення ситуації на валютному ринку в системі антикризових заходів було вирішено проблему формування та ведення реєстру пунктів обміну іноземної валюти.

РОЗДІЛ III. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ЯК ЗАСІБ ПОДОЛАННЯ КРИЗОВИХ ЯВИЩ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

3.1. Модифікація монетарної політики України в умовах війни

Для забезпечення надійної та стабільної роботи національної банківсько-фінансової системи в разі широкомасштабної збройної агресії та введення воєнного стану в Україні, а також максимального забезпечення потреб оборони України забезпечується безперебійне функціонування системи державних фінансів та критичної інфраструктури, що є найважливішим. З метою збереження макроекономічної стабільності під час війни Національний банк змінив принципи реалізації монетарної політики, як показано на рисунку 3.1.

Фіксований обмінний курс служить якорем для фінансової системи, допомагаючи запобігти паніці на ранній стадії нападу, зупинити погіршення очікувань і підтримувати стабільність фінансової системи. Фіксований курс гривні не тільки безпосередньо стримує зростання вартості товарів і послуг, особливо вартості основних імпортованих товарів, але й послаблює фундаментальний тиск, впливаючи на очікування. За оцінками НБУ, якщо офіційний курс не буде зафіксований, рівень інфляції досягне 8 процентних пунктів і вище.

Очікується, що одноразове коригування офіційного курсу гривні та додаткові заходи Національного банку для зниження девальваційного тиску сприятимуть покращенню збалансованості та стабільності валютного ринку. Особливо це проявляється у скороченні останніх місяців інтервенцій НБУ з продажу валюти. В умовах високої невизначеності, спричиненої повномасштабними бойовими діями, підтримка стабільності обмінного курсу залишається основною опорою очікувань стабільності та ключовим засобом

досягнення пріоритетної мети НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності.

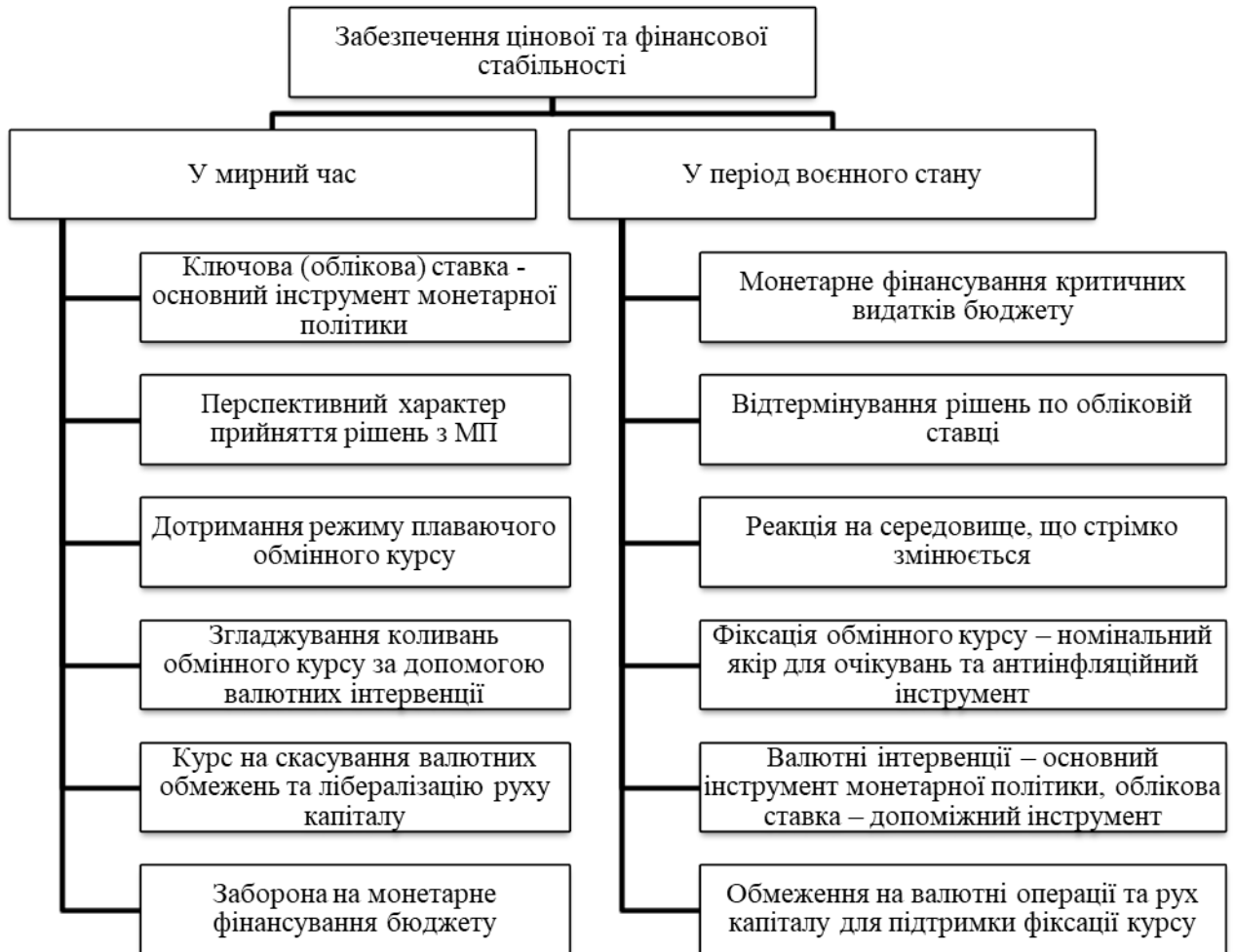


Рис. 3.1. Забезпечення цінової та фінансової стабільності [54]

Для збереження стабільності обмінного курсу та контрольованості процесу інфляції необхідно підтримувати обмінний курс на відносно високому рівні. У короткостроковій перспективі деякі інфляційні ризики зменшилися. Однак у довгостроковій перспективі баланс ризику зсувається вгору. Триває трансмісія зростання облікової ставки на банківські процентні ставки. НБУ розробляє заходи щодо посилення монетарної трансмісії та мінімізації негативного впливу бюджетної емісії на інфляцію та грошові ринки. Ефективність ключової ставки як монетарного інструменту була

серйозно обмежена в перші місяці війни через психологічний шок, високу невизначеність та адміністративні обмеження.

Враховуючи поступову адаптацію економіки до війни, НБУ 2 червня 2022 року ухвалив рішення про підвищення облікової (ключової) процентної ставки з 10% до 25% річних. Відповідно до зміни дисконтної ставки змінено ставки за інструментами постійного доступу: кредитами та депозитними сертифікатами овернайт (ставка дисконту ± 2 п.п.). З моменту запровадження інфляційного таргетування НБУ вдалося значно покращити закріплення інфляційних очікувань. Але на тлі повномасштабного вторгнення росії в Україну дисбаланс у коротко- та середньострокових інфляційних очікуваннях явно посилюється. Така ситуація потребує відповідної реакції НБУ для стримування інфляційних очікувань.

Знижена ефективність ринкових інструментів і високий рівень невизначеності за абсолютно ворожих умов унеможливають реалізацію монетарної політики у формі інфляційного таргетування з плаваючими валютними курсами. Адміністративні обмеження на валютному ринку та обмеження руху капіталу ще більше послабили ефективність каналу трансмісії валюти. У цьому контексті Національний банк України може тимчасово не покладатися на використання ринкових монетарних інструментів, особливо ключових (облікових) процентних ставок, як основного інструменту монетарної політики.

З метою виконання зазначених завдань та мінімізації ризиків для цін і фінансової стабільності Національний банк України відповідно до чинного законодавства України визначає особливості регулювання грошово-кредитного ринку, здійснює грошово-кредитне регулювання та в разі потреби вживає заходів захисту, які передбачено в Законі України “Про валюту і валютні операції”.

Також заходами НБУ для здійснення монетарної політики в умовах війни були:

1. Визначити пріоритетні напрями спільної відповіді на виклик війни [55]. 8 грудня 2022 року Рада з фінансової стабільності [56] (далі – RFS) знову зібралася, і головними темами були безперебійне функціонування фінансового сектору, надання кредитної підтримки активним компаніям та заходи щодо посилення монетарної трансмісії для підтримки стабільності в умовах війни для підтримки фінансово стабільності. Доступ до національних схем підтримки кредитування банків і позичальників, зокрема схеми «Доступні кредити» 5-7-9%, було визначено основним рушієм кредитної активності в умовах високого ризику під час війни. Однак із появою нових економічних викликів дизайн цієї схеми вимагав перегляду та перегляду.

Зокрема, пропонується розширити спектр фінансових інструментів, доступних позичальникам, одночасно оптимізувавши бюджет програми, що сприятиме поступовому переходу позичальників (учасників схеми) на сплату ненульових процентних ставок. Спільними зусиллями Мінфіну, профільних міністерств і НБУ підтримали покращення умов програми «Доступні кредити 5-7-9%». RFS також зосереджена на зміцненні монетарної трансмісії та активації первинного ринку облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) як передумови для беземісійного фінансування бюджету на 2023 рік. Адже безпрецедентний надлишок ліквідності в структурній банківській системі, з одного боку, пригнічує конкуренцію банків за вкладників і підвищує чутливість грошового ринку до ситуативних чинників, а з іншого – створює потенціал для розширення фінансування державного бюджету через розвиток внутрішнього боргового ринку. Для зниження ризику повернення дефіциту бюджету до фінансування у 2023 році банки матимуть можливість покрити 50% загального обсягу обов'язкових резервів за рахунок базового ОВДП. Перелік таких цінних паперів визначатиме виключно регулятор за рекомендацією Міністерства фінансів України.

2. Збільшено норми резервування банків для залучення коштів [59]. Для посилення монетарної трансмісії НБУ додав 5 відсоткових пунктів. Кошти на банківському рахунку до запитання та обов'язкові резервні вимоги

до коштів до запитання. Відповідні зміни набудуть чинності 11 січня 2023 року. Зокрема, з 0% до 5% підвищено норматив формування банками обов'язкових резервів у національній валюті, а саме: депозити до запитання та кошти юридичних і фізичних осіб до запитання, депозити та кошти з інших поточних рахунків у банках-нерезидентах, за рахунок міжнародних (крім фінансових) та інших позик, отриманих організаціями-нерезидентами.

Підвищено з 10% до 15% нормативи обов'язкових резервів в іноземній валюті для банків, а саме: депозити до запитання та поточні рахунки юридичних і фізичних осіб; депозити та кошти з інших поточних рахунків банків-нерезидентів, а також з міжнародних (крім фінансові) та інші позики, отримані організаціями-нерезидентами. З іншого боку, обов'язкові резервні вимоги для строкових депозитів на рахунках юридичних та фізичних осіб не змінилися: у національній валюті залишилася 0%, а в іноземній – 10%. Підвищення норми обов'язкового резервування призведе до зменшення надлишкової ліквідності в банківській системі. Очікується, що загальний обсяг обов'язкових резервів, сформованих банками, збільшиться приблизно на 68 млрд грн. За оцінками НБУ, це сприятиме: посиленню конкуренції між банками за вкладників та подальшому збільшенню процентних ставок за депозитами в гривні, збільшенню обсягу строкових вкладів у гривні в банках, зниженню ризиків курсової стабільності, дедоларизації та зміцненню депозитів. здатність НБУ контролювати динаміку інфляції. Водночас підвищення обов'язкових банківських резервів не загрожує фінансовій стабільності з огляду на рекордні рівні вільної ліквідності в банківській системі. За даними НБУ, зміни не обмежуватимуть можливості банків кредитувати позичальників.

3. Вирішено питання формування та ведення реєстру пунктів обміну іноземної валюти [58]. Запровадження реєстру залежить від реалізації введеним в дію з 01 січня 2023 р. Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законів України щодо особливостей оподаткування діяльності з торгівлі валютними цінностями у готівковій

формі», в якому визначено специфіку справляння податку на прибуток підприємств для банків, небанківських фінансових установ та операторів поштового зв'язку, які здійснюють обмін валюти. Реєстр міститиме інформацію про структуру та самостійний сектор банків, небанківських фінансових установ, операторів поштового зв'язку, яким надано право обміну валюти. Відокремлені підрозділи банків та структурні підрозділи операторів поштового зв'язку реєструватимуться в Реєстрі за умови використання ними зовнішньої реклами, вивісок чи інших засобів для рекламування валютно-обмінної діяльності як ззовні, так і безпосередньо у своїх приміщеннях Щомісяця до 10 числа включно, НБУ розміщуватиме реєстраційну інформацію станом на 1-е число місяця на власному сайті.

4. На потреби військових зі спецрахунку, відкритого регулятором для підтримки ЗСУ, станом на 02 грудня 2022 р. перераховано 21,7 млрд грн [59]. Зокрема понад 7,6 млрд грн у еквіваленті надійшло з-за кордону в іноземній валюті (долари США, євро, фунти стерлінгів, канадські долари, китайські юані, японські єни, швейцарські франки, польські злоті, австралійські долари). Реалізація вказаних заходів повинна координуватися та синхронізуватися урядом та центральним банком для забезпечення спільної відповідальності, узгодженості та прозорості національних відомств у реалізації монетарної політики та забезпечення безперервності монетарної політики. Банківська система у разі тривалого дефіциту електроенергії, сприяння поверненню коштів клієнтів на фіксованих банківських рахунках, що позитивно вплине на інфляційну динаміку гривні та стабільність обмінного курсу, стимулюватиме подальший розвиток боргового ринку вітчизняної економіки, забезпечують спрощення процесу здійснення валюти та оподаткування обмінних операцій та сприяють додатковому фінансуванню Збройних Сил.

Національний банк гнучко коригує оперативну структуру монетарної політики, вживає необхідних антикризових заходів, підтримує належний рівень ліквідності банківської системи (у тому числі за потреби частково

через механізм бланкового рефінансування), підвищує ліквідність банків в самоуправлінні. Через високий рівень невизначеності та нестабільний стан економіки на валютний ринок і рух капіталу введено адміністративні обмеження. Враховуючи необхідність забезпечення адекватної відповіді на широкомасштабну збройну агресію росії та безперебійне функціонування державної фінансової системи в умовах воєнного стану, Національний банк може підтримати державний бюджет шляхом купівлі державних цінних паперів України на первинному ринку (можливість тимчасового режиму після введення в дію воєнного стану).

Доцільність та обсяг операцій з фінансування державного бюджету визначатиметься виключно Національним банком з урахуванням кон'юнктури фінансового ринку та стану державного бюджету, особливо можливості наповнення державного бюджету з інших джерел. Усвідомлюючи потенційні ризики монетизації дефіциту держбюджету, НБУ фінансуватиме обмежені критичні державні витрати шляхом купівлі державних цінних паперів на первинному ринку.

НБУ також підтримуватиме максимальну прозорість у таких сферах діяльності. Загалом, кількісні обмеження та прозора комунікація щодо монетизації дефіциту бюджету запобігають:

- загрозам посилення фіскального домінування та відповідним наслідкам «фіскального витіснення» та високої інфляції,
- послабленням довіри до монетарної політики та дисбалансу щодо очікування, а також
- складності процесу євроінтеграції України та співпраці з міжнародними фінансовими донорами.

Водночас НБУ продовжить належним чином виконувати свої функції, виходячи з необхідності збереження власної інституційної, фінансової та ділової незалежності. НБУ уникатиме, наскільки це можливо, заходів та інструментів, які призведуть до ослаблення довіри до монетарної політики, незбалансованих очікувань і посилення фіскального домінування.

Таким чином, реалізація вищевказаних заходів повинна координуватися та синхронізуватися урядом та центральним банком для забезпечення спільної відповідальності, узгодженості та прозорості національних відомств у реалізації монетарної політики та забезпечення безперервності монетарної політики. Банківська система у разі тривалого дефіциту електроенергії, сприяння поверненню коштів клієнтів на фіксованих банківських рахунках, що позитивно вплине на інфляційну динаміку гривні та стабільність обмінного курсу, стимулюватиме подальший розвиток боргового ринку вітчизняної економіки, забезпечують спрощення процесу здійснення валюти та оподаткування обмінних операцій та сприяють додатковому фінансуванню Збройних Сил.

3.2. Проблеми монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану та напрямки їх вирішення

Монетарна політика безпосередньо є важливим елементом національної безпеки – не лише економічної безпеки, а безпеки в цілому, оскільки її результати також впливають на суспільство, навколишнє середовище та інші аспекти суспільства. Дедалі більше уваги приділяється необхідності більшої спрямованості монетарної політики, щоб забезпечити досягнення не лише суто монетарних цілей, але й того, що зайнятість населення та економічне зростання є важливими елементами економічної безпеки. Це стосується як окремих національних центральних банків, так і міжнародних установ, таких як Європейський центральний банк або Міжнародний валютний фонд. Зокрема, керівники МВФ і Світового банку пообіцяли «максимально використовувати свої інструменти», включаючи антикризове фінансування, щоб допомогти країнам вирішити медичні та економічні проблеми, викликані коронавірусом.

Для України безпековий аспект монетарної політики є особливо важливим у зв'язку з гуманітарною загрозою, спричиненою впливом пандемії коронавірусу та прямою російською військовою агресією, а також вимушеним функціонуванням економіки в умовах війни. Специфіка монетарної політики військового часу неодноразово й успішно використовувалася протягом всієї історії людства. У зв'язку з цим можна згадати, наприклад, політику Банку Англії під час війни з Францією (спочатку монархією, потім республікою і, нарешті, імперією) між 1793 і 1815 роками [60]. У цьому плані може бути корисним досвід Ізраїлю, який десятиліттями перебував у стані бойової готовності. Але саме через довгостроковий вплив воєнного стану монетарна політика центрального банку враховує відповідні ризики за нормального режиму роботи (business as usual).

Результати відповідного аналізу показують, що вплив грошей на мінливість випуску значно нижчий під час виходу з кризи. Однак змінні, здається, не залежать безпосередньо від змін валюти, а в основному пояснюються короткостроковими та довгостроковими потрясіннями монетарної політики та ціновими націнками [61, с. 26]. Тому, щодо монетарної політики в умовах воєнного часу ми, по-суті, можемо вчитися лише на досвіді країн колишньої Югославії. Після розпаду старих комуністичних структур валюта Югославії була девальвована, оскільки інші колишні республіки, нині незалежні держави, відмовилися від неї, тоді, як Сербія намагалася її зберегти. Гіперінфляція спалахнула в Сербії в 1992 році, коли белградський режим почав друкувати додаткові динари для виплати зарплат державним службовцям і пенсіонерам. У розпал кризи ціни зростали на 2% за годину.

Гроші були практично нічого не варті, і серби обмінювали або міняли будь-яку стабільну тверду валюту, яку вони накопичили (наприклад, німецькі марки). На кінець 1994 року половина населення витратила від 66% до 100% доходу домогосподарства на продукти харчування. Для багатьох людей

повсякденне життя є проблемою. Але враховуючи те, що Сербія була агресором або стороною, яка підтримувала сепаратистів у балканських війнах, досвід Хорватії є більш цінним для України [62].

Нещодавно (середина грудня 2021 року) це було розглянуто на науковій зустрічі до 30-ї річниці монетарної політики Хорватського центрального банку. Побіжно згадувалося не лише про посилення координації та узгодженості дій центробанку та Мінфіну, а й згадувалося про «посилення монетарної політики», яка «не йде за підручником». Із запровадженням «квазіфіксованого курсу» (не лише досі, але, за словами Голови ЦБ України Б. Вуйчича, він зберігатиметься до вступу Хорватії в Єврозону) це дало змогу придушити зростання інфляції [63].

Натомість війна проти України створила абсолютно нову ситуацію, поставивши в безвихідь навіть ЄЦБ. У довоєнний період ЄС погодив стратегію зростання, засновану на «зеленій економіці», цифровій модернізації та промисловій політиці для вирішення нових геополітичних і технологічних викликів з боку суперників, а також реформовану податкову систему. Але війна порушила ці плани, зруйнувавши «ланцюжки поставок» і поставивши під загрозу фінансову стабільність. Отже, варто забути про оптимістичні прогнози щодо загальноєвропейського економічного зростання 2022-2023 року ЄЦБ, який був змушений тимчасово уникати стратегічних рішень на користь більш гнучкого підходу [64]. Війна повністю змінила економічну ситуацію, і ЄЦБ не встановив графік реалізації плану підтримки економічного зростання, але був змушений готуватися до реалізації всіх можливих сценаріїв [65].

Україна максимально зберегла ринковий підхід. Проте, як зазначив заступник Голови Національного банку, керівництво центрального банку відмовилося від інфляційного таргетування, ортодоксальної політики, зрозуміло обмеженість впливу ключових процентних ставок, але було змушене запровадити певні адміністративні обмежень (зокрема, це передбачало запровадження фіксованого офіційного курсу гривні).

Загалом монетарна та макропруденційна політика Національного банку була спрямована на забезпечення безперебійного функціонування банківської системи, тому обов'язкові обмеження були поступово зняті після закінчення війни [66]. Через такий підхід через місяць після початку війни рівень інфляції (2,1% у березні, 11,1% у річному вимірі) дещо відхилився від довоєнного прогнозу (9,2% у річному вимірі), що, незважаючи на війну, для України важливі як внутрішні аспекти монетарної політики (емісійна діяльність Національного банку), так і зовнішні аспекти (зокрема відносини з МВФ).

Світовий досвід показує, що забезпечення цінової стабільності є найважливішою, якщо не єдиною, метою монетарної політики (в тому числі в кризових ситуаціях гуманітарної та військової небезпеки), яка може бути досягнута в одному з чотирьох монетарних режимів (рис. 3.11).

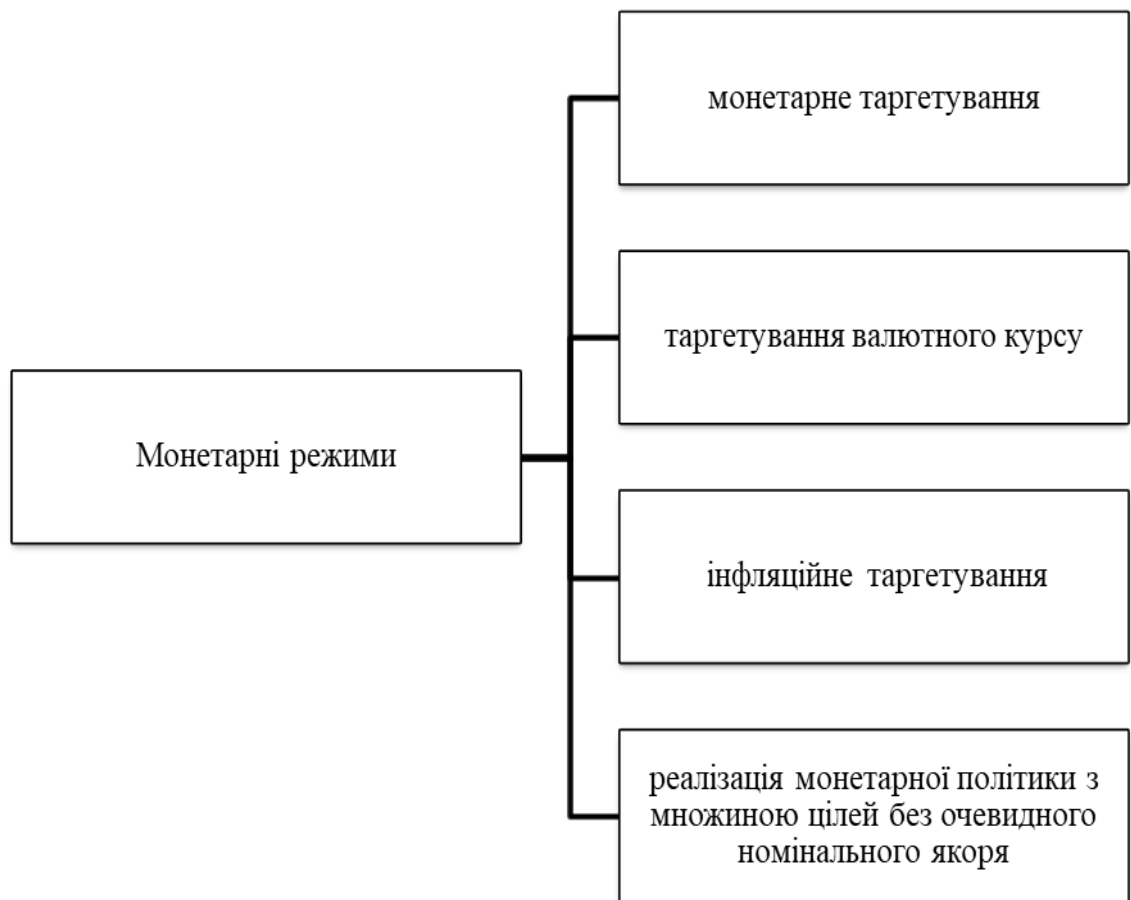


Рис. 3.2. Монетарні режими [70-72]

Центральні банки впливають на «ціну грошей», обираючи монетарний режим, який є визначальним фактором ринкової економіки. Сама «ціна грошей» має два виміри – внутрішній і зовнішній. Внутрішні виміри визначають розвиток інфляційних/дефляційних процесів, які безпосередньо впливають на перерозподіл ВВП, рівень зайнятості тощо між окремими економічними агентами та напружену ситуацію.

Зовнішній вимір визначає обмінний курс національної валюти та його динаміку, впливає на розвиток структури економічного сектора (експортер-імпортер), частку вітчизняних та іноземних інвесторів, рівень зовнішнього боргу – це визначає міжнародну конкурентоспроможність країни, положення України у світовій економіці та ступінь її економічної залежності від іноземних держав, транснаціональних корпорацій/банків та міжнародних фінансових організацій.

Отже, вибір стратегічного напрямку монетарної політики, інституційне забезпечення монетарної політики та ступінь узгодженості з економічною політикою уряду (переважно фіскальною) є важливими факторами національної безпеки, які впливають не лише на інтереси суб'єктів господарювання, а й окремих громадян. У довоєнний період критика багатьох незалежних експертів у країні була спрямована на те, що український центробанк ігнорував не лише численні коментарі вітчизняних експертів, а й досвід ЄЦБ та монетарної політики країн ЄС (які суперечили євроінтеграційному напрямку української політики), встановлюючи, що єдиною метою Національного банку в частині монетарного регулювання є боротьба з інфляцією.

На обґрунтування такого підходу часто посилаються на статутні завдання НБУ: у Конституції (стаття 99) основною функцією є забезпечення стабільності грошової одиниці (гривні). Природа цієї стабільності пояснюється лише в Законі про Національний банк: статті 6 Закону зазначено: Національний банк під час виконання своїх основних обов'язків

виходить із пріоритету досягнення та підтримання цінової стабільності в державі.

Національний банк також сприяє підтриманню сталих темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України, якщо це не перешкоджає досягненню цілей, визначених частинами II і III цієї статті. «Звертаючись до цих положень, НБУ вважає, що сприяння економічному зростанню фактично виходить за межі їх компетенції, оскільки вони ще не досягли першої мети (цінова стабільність), хоча ціни абсолютно стабільні:

- а) навряд чи можливо в сучасній економіці,
- б) значне придушення інфляції, особливо дефляції, негативно впливає на економічні процеси і головне
- в) стабілізація цін неможлива без економічного зростання (це взаємопов'язані процеси)

Національний банк України не враховує ще одну очевидну річ: сучасні гроші мають таку властивість, що їх стабільність залежить не лише від монетарних факторів, тобто кількості грошей в обігу, а й від умов, які безпосередньо визначають ціну товарів, минаючи вплив на пропозицію грошей. До таких умов належать, наприклад, монополія та коливання курсу національної валюти. Якщо ці фактори призводять до підвищення інфляції, то її усунення шляхом скорочення грошової маси (що НБУ часто робить) означає неминуче уповільнення економічного зростання без жодного впливу на цінову стабільність. Така антиінфляційна політика може призвести до спадів і криз. В результаті запровадження воєнного стану ситуація докорінно змінилася, і Нацбанку довелося скоригувати підхід до забезпечення стабільності національної валюти.

Пріоритетним має бути завдання утримання інфляції в заданому діапазоні. Стабільність обмінного курсу під час війни може бути забезпечена за допомогою «квазіфіксованих валютних курсів», тобто валютної інтервенції для запобігання значним коливанням обмінних курсів, а також

суворішого контролю за валютними операціями та певних обмежень на імпортні та експортні операції уряду. Слід враховувати, що мета забезпечення економічного зростання у воєнний час втратила своє традиційне значення через такі фактори:

- 1) зміни в структурі виробництва в бік зміцнення ОПК; і
- 2) масова міграція робочої сили (біженці за кордоном і внутрішньо переміщені особи, чисельність яких досягла понад 3,5 мільйонів [67], а також безпосередня участь працездатного населення в збройних силах і в територіальній обороні).

Імпорт життєво важливих товарів («ключовий імпорт») є особливо важливим у цьому відношенні. У зв'язку з цим Уряд оновив Перелік найважливіших імпортних товарів згідно з постановою КМУ від 13 березня 2022 року № 266 (затверджено постановою Кабінету Міністрів України та вугільної кислоти), кисло- або кисломолочні продукти, сіль, тютюнова сировина, виробництво продукції легкої промисловості, сировина, ліки). До переліку також включені товари, необхідні для промисловості та будівництва, такі як: полімери, способи випалювання та зварювання металів, скло, металоконструкції тощо [68].

У зв'язку з цим, Уряд Постановою КМУ від 13.03.2022 № 266 оновив Перелік товарів критичного імпорту (затверджений постановою Кабміну від 24.02.2022 № 153), додавши до нього товари (зокрема, воду (мінеральну й газовану), ферментовані або сквашені молочні продукти, сіль, тютюнову сировину, сировину для виробництва товарів легкої промисловості, медицини). Також до списку увійшли товари, необхідні для промисловості та будівництва, як-от: полімери, засоби для спалювання та зварювання металів, скло, металоконструкції тощо [68].

Очевидно, що в майбутньому цей список буде доповнений іншими товарами, в тому числі промислового значення. Щоб забезпечити "ключовий імпорт", Національний банк України повинен збільшити валютні резерви.

МВФ змінив формат переговорів з Україною з «реформи» на «кризовий менеджмент» [69] і вжив певних заходів для підтримки спроможності Національного банку України здійснювати ефективну монетарну політику. Зокрема, фонд перерахував в Україну 1,4 млрд. дол. за програмою Rapid Financing Instrument [70], чого, на думку експертів, може вистачити, щоб підтримати монетарної політики НБУ у відповідь на знецінення гривні. Очікувана сума допомоги в майбутньому становить близько 15 млрд. дол. США. Також не виключено, що західні партнери передадуть Україні частину СПЗ, отриманих в результаті 600 млрд СПЗ, випущених до останнього розподілу: така практика вже використовується в найбільш бідніших країнах, тепер логічно включити Україну в дану програму.

Для цього, звичайно, потрібні певні дипломатичні зусилля. Економічна дипломатія також могла б спробувати вирішити питання про списання (або відстрочку) боргу України перед МВФ. Як варіант, замість попередньої угоди про отримання Нацбанком коштів МВФ може бути запропонована угода типу "своп" (тобто перерахування МВФ відповідної суми в гривневому еквіваленті). Такі дії мають застосовуватися лише до коштів, які містяться в резервах Нацбанку, а не до українського бюджету (щоб іноземні інвестори навіть не підозрювали про можливість суверенного дефолту України, що призведе до значного погіршення привабливіших умов для європейський ринок облігацій).

Уряд все ще збирає гроші, випускаючи військові облігації. Зокрема, на аукціоні, який відбувся 15 березня 2022 року, Мінфін розмістив облігації терміном на 1 рік на 4,85 млрд грн, а також валютні облігації на майже 12 млн дол.. Таким чином, загальна сума державних запозичень на ринку в рамках цієї програми досягла майже 20 млрд. дол.

Поступово Нацбанк фіксував поліпшення ситуації на валютному ринку, зокрема звуження спреда між офіційним курсом і курсом готівкового ринку: якщо на початку війни курс сягав 40 грн. обмінного пункту 1 долар, то протягом другого кварталу готівковий курс стабілізувався в діапазоні 31,6–

32,0 грн. У зв'язку з цим НБУ розглянув питання поступового пом'якшення адміністративних обмежень (розширення переліку транскордонних переказів, зменшення платіжних умови здійснення імпортно-експортних операцій тощо).

Станом на 1 січня 2023 року міжнародні резерви України становили 28,49 млрд. дол., зменшившись на 2% порівняно з попереднім 2021 роком. Збільшення резервів відбулося переважно за рахунок надходжень фінансування від міжнародних партнерів, які компенсували Національному банку продаж валюти та погашення держборгу.

Враховуючи цю ситуацію, вважаємо, що Національний банк може залучити додаткове валютне фондування від українських комерційних банків (за рахунок валютних депозитів юридичних та фізичних осіб, відсоткова ставка за якими може зрости близько до суверенних запозичень України за європейському кредитному ринку). Лише грошові вклади фізичних осіб (тобто вклади, які можна позичити без істотної шкоди для економіки) (в еквіваленті) перевищують 300 млрд грн.

Досвід багатьох країн, а також теоретичні висновки відомих дослідників доводять, що ще в період воєнного стану необхідно починати готуватися до післявоєнного відновлення економіки. Зокрема, автори спеціальної доповіді Агентства США з міжнародного розвитку (USAID) розглянули багато прикладів повоєнного економічного відновлення – від плану Маршалла до реконструкції Іраку - та виокремили основні принципи успішного економічного відновлення, серед яких важливе місце займають наступні заходи (рис. 3.12).

Це стосується і грошової сфери, що підтверджує поширення практики післявоєнної грошової реформи. Тому монетарна політика під час і після війни має бути інтегрованою, а досягнення у монетарній сфері формується одночасно з військовою перемогою.

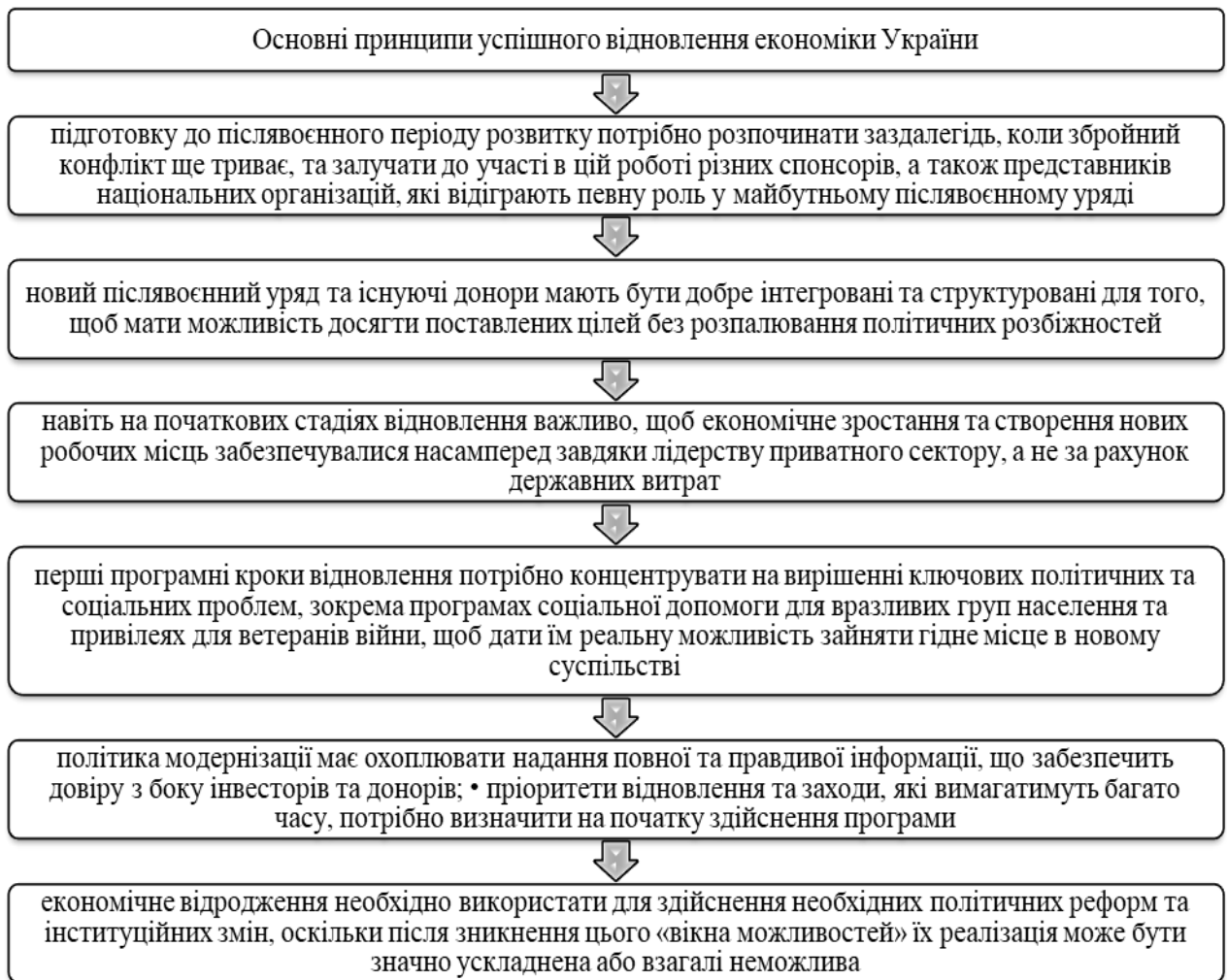


Рис. 3.3. Основні принципи успішного відновлення економіки України [71;72]

У разі нормального функціонування економічної та фінансової системи Національний банк зобов'язується відновити застосування засад та інструментів монетарної політики, визначених стратегією монетарної політики Національного банку України та засадами монетарної політики України.

Національний банк зберігає прихильність до режиму таргетування інфляції з плаваючим обмінним курсом і заборонив фінансувати державний бюджет. Тому з покращенням ситуації з платіжним балансом України Нацбанк поступово знімає адміністративні обмеження на валютні операції. Відновлення виробництва та налагодження транспортної логістики

(відкриття портів та/або створення альтернативних транспортних шляхів), відновлення експорту та зростання валютних надходжень з інших джерел забезпечить відновлення грошової маси.

При цьому тенденція валютних розрахункових депозитів поступово слабшає, а мотивація виведення капіталу зростає, що сприятиме стабілізації попиту на іноземну валюту на валютному ринку. Національний банк докладатиме зусиль для відновлення повноцінної роботи валютного ринку та якнайшвидшого відновлення плаваючих обмінних курсів без загрози для стабільного функціонування валютного ринку та фінансової системи. Зі скасуванням адміністративних обмежень та відновленням грошово-кредитного ринку Національний банк відновить проведення валютних інтервенцій відповідно до завдань та принципів, визначених у стратегії валютних інтервенцій НБУ.

У міру стабілізації ситуації та зменшення невизначеності щодо військових дій центральний банк якнайшвидше відновить свій цикл прогнозування, повернувшись до практики прикріплення макроекономічних прогнозів до інфляційних звітів. Після того, як стане можливим з прийнятною ймовірністю прогнозувати вплив монетарних рішень на спектр політики, і канал монетарної трансмісії відновить функціонування, Національний банк повернеться до традиційної моделі використання ключових процентних ставок як основного інструменту монетарної політики, спрямованої на контроль інфляційних очікувань і досягнення цільової інфляції. Рішення щодо монетарної політики будуть перспективними та чітко визначеними, і базуватимуться на найбільш ймовірному сценарії в макроекономічному прогнозі.

Національний банк України повинен надавати подальшу підтримку та вживати невідкладних заходів для забезпечення фінансової стабільності. Беручи до уваги структурні умови (дефіцит) і розмір ліквідності банківської системи, Національний банк України повинен гнучко коригувати оперативний напрям монетарної політики, коли це необхідно, щоб сприяти

забезпеченню того, щоб банківська система мала достатній рівень ліквідності. У разі зниження ризиків ліквідності в банківській системі Національний банк України повинен скасувати екстрені заходи підтримки банків. Забезпечення низького та стабільного інфляційного середовища за умов плаваючого обмінного курсу залишатиметься основним внеском Національного банку у стале відновлення післявоєнної української економіки.

Висновки до третього розділу

Проведене дослідження особливостей монетарної політики України як засобу подолання кризових явищ в умовах воєнного стану дозволило сформулювати наступні висновки:

1. Реалізація впроваджених Національним банком заходів повинна координуватися урядом для забезпечення спільної відповідальності, узгодженості та прозорості національних інституцій у реалізації монетарної політики та забезпечення безперервності монетарної політики. Банківська система сприяє поверненню коштів клієнтів на постійні банківські рахунки у разі тривалого дефіциту електроенергії, що позитивно вплине на динаміку інфляції гривні та стабільність обмінного курсу, стимулюватиме подальший розвиток боргового ринку вітчизняної економіки, спрощення процесу валютних операцій та оподаткування, сприяння додатковому фінансуванню Збройних Сил в умовах війни в Україні.

2. У міру стабілізації ситуації та зменшення невизначеності щодо військових дій НБУ якнайшвидше повинен відновити свій цикл прогнозування, повернувшись до практики прикріплення макроекономічних прогнозів до звітів про інфляцію. Після того, як вплив монетарних рішень на діапазон політики можна буде передбачити з прийнятною ймовірністю і монетарний трансмісійний канал відновить роботу, НБУ повернеться до традиційної моделі використання ключових процентних ставок як основного інструменту монетарної політики для контролю інфляційних очікувань. і

досягти цільової інфляції. НБУ має надати подальшу підтримку та вжити термінових заходів для забезпечення фінансової стабільності. Враховуючи структурні умови та рівень ліквідності банківської системи, Національний банк має гнучко коригувати напрями монетарної політики, коли це необхідно для забезпечення достатньої ліквідності банківської системи.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження особливостей реалізації монетарної політики в Україні в період Незалежності, а також визначення проблем монетарної політики в умовах воєнного стану та розробка шляхів їх вирішення дозволили сформулювати наступні висновки:

1. Було визначено підходи до визначення сутності монетарної політики, відповідно до яких монетарна політика – це набір інструментів, які центральний банк країни використовує для контролю над загальною грошовою масою та сприяння економічному зростанню, а також використовує такі стратегії, як перегляд облікових ставок і зміна вимог до банківських резервів. Монетарна політика також являє собою контроль кількості грошей в економіці та каналів, якими надходять нові гроші. Така економічна статистика, як валовий внутрішній продукт (ВВП), темпи інфляції, галузеві та галузеві темпи зростання, впливає на стратегію монетарної політики центрального банку.

2. Надано характеристику монетарної політики, а саме цілей, видів та інструментів. Цілями монетарної політики є наступні: інфляція, безробіття, курс валюти. Обмежувальна монетарна політика використовується для стримування високої інфляції та зниження рівня грошей в економіці. Експансіоністська монетарна політика зменшує безробіття, оскільки більша грошова маса та привабливі процентні ставки стимулюють ділову активність і розширення ринку праці. На офіційний курс національної валюти до іноземної впливає монетарна політика. Коли пропозиція грошей збільшується, національна валюта стає дешевшою за іноземні валюти. Інструментами монетарної політики є базова процентна ставка, норма резервування депозитів і ринкові операції. Використання всіх трьох інструментів може допомогти підвищити ефективність урядів у здійсненні багатоцільової монетарної політики.

3. Визначено особливості формування монетарної політики. Так, сучасна практика реалізації монетарної політики базується на світовому досвіді щодо досягнення основної мети монетарного впливу на національну економіку. Дослідження, аналіз та характеристики макроекономічної ситуації, змінює координацію монетарної політики та макропруденційних цілей, втручання центрального банку на валютний ринок та використання валютного ринку для впровадження системи плаваючого обмінного курсу.

4. Проаналізовано основні складові монетарної політики України в умовах кризових явищ 1991-2009 рр.. До 2008 року гривня була прив'язана до долара. За такої системи монетарна політика визначалася виходячи із сформованої валютної політики НБУ. Роль НБУ за фіксованого курсу здебільшого обмежується інтервенціями на валютному ринку, тобто купівлею та продажем іноземної валюти для підтримки фіксованого курсу. Ключові монетарні показники, такі як збільшення грошової маси, інфляція або відсоткові ставки, у той період не визначалися інструментами монетарної політики, а змінювалися в результаті втручання Національного банку. Отже, Україна практично не розробляла та не впроваджувала монетарну політику до 2008 року. Однак у 2008 році НБУ перейшов на гнучкий обмінний курс. За нового режиму монетарна політика стала більш важливою та більш економічно актуальною, ніж раніше. Зокрема, ліквідність і процентні ставки на міжбанківському ринку стали актуальними індикаторами, які значною мірою залежать від спрямованості монетарної політики та використання її інструментів.

5. Визначено інструменти реалізації монетарної політики України в 2010-2020 рр.. Так, протягом 2010-2020 рр. здебільшого НБУ проводив політику «дорогих грошей», а наприкінці 2018-2019 років її послабили. Судячи з рівня облікової ставки НБУ та масштабу кредиту, очевидно, що НБУ надавав кредити в першу чергу державним банкам. Порівняно з іншими цілями у монетарній сфері досягнення та підтримка цінової стабільності було беззаперечним пріоритетом монетарної політики, і це постійно знаходило

відображення в основних принципах монетарної політики того періоду. Національний банк не використовував жодних інструментів монетарної політики для досягнення будь-яких цілей, які могли б загрожувати цінній стабільності. У 2010-2020 роках основним інструментом монетарної політики була облікова ставка, яка мала нечітку тенденцію, що відповідала ситуації у фінансовому секторі. Зміна облікової ставки найбільше впливала на рівень інфляції, оскільки зменшувала кількість грошей в обігу. Водночас підвищення облікової ставки негативно впливало на розвиток і зростання національної економіки та заважало виходу національної економіки з кризи. Встановлення параметрів монетарної політики базувалося на комплексному аналізі та макроекономічних прогнозах. Було запроваджено систему плаваючих обмінних курсів, які визначалися ринковими умовами без необхідності заздалегідь встановлювати очікування чи прогнози. Було також здійснено заходи з підвищення прозорості діяльності НБУ, що відображається в інформації, опублікованій на офіційних веб-сайтах, таких як Річний звіт НБУ, Звіт НБУ про інфляцію, Звіт про фінансову стабільність НБУ тощо.

6. Досліджено зміну монетарної політики України в умовах війни. З метою забезпечення надійної та стабільної роботи Національного банку та фінансової системи в умовах масштабної збройної агресії та введення воєнного стану в Україні, а також максимального забезпечення потреб національної оборони України безперервно з 2022 року працює система забезпечення державних фінансів та критичної інфраструктури. Окрім того, для збереження стабільності макроекономіки, Національний банк змінив принципи реалізації монетарної політики. Реалізація впроваджених Національним банком заходів має координуватися та синхронізуватися урядом для забезпечення спільної відповідальності, узгодженості та прозорості національних інституцій у реалізації монетарної політики та забезпечення безперервності монетарної політики. Банківська система сприяє поверненню коштів клієнтів на постійні банківські рахунки у разі тривалих

відключень електроенергії, що позитивно вплине на динаміку інфляції та стабільність курсу гривні, стимулюватиме подальший розвиток боргового ринку вітчизняної економіки, забезпечують спрощення процесу здійснення валюти та оподаткування обмінних операцій та сприяють додатковому фінансуванню Збройних Сил.

7. Визначено вплив монетарної політики на макроекономічні показники України. За досліджуваний період (2016-2022 рр.) більшість проаналізованих макроекономічних показників України зросли у два або більше разів. Це такі показники, як: ВВП у номінальному та реальному вираженні, доходи та видатки Зведеного бюджету, офіційні резерви. Вплив монетарної політики на зростання макроекономічних показників України в період з 2016 по 2022 рр. може бути пов'язаний з наступними факторами:

- кероване зниження облікової ставки: НБУ здійснював політику поступового зниження облікової ставки з 18,0% у 2016 р. до 9,0% у 2022 р., що сприяло зниженню вартості кредитів та стимулювало підприємства до збільшення інвестицій та розширення виробництва;
- розширення грошової маси: НБУ збільшив грошову масу приблизно удвічі шляхом покупки державних облігацій та зниження резервних вимог для комерційних банків. Це зумовило зростання ліквідності в економіці та стимулювало процес кредитування та залучення інвестицій;
- керування валютним курсом: значний вплив на показники ВВП та доходи державного бюджету може мати політика валютного курсу. У період з 2016 по 2022 рр. валютний курс гривні був підтриманий на стабільному рівні з деякими флуктуаціями. Це сприяло збереженню конкурентоспроможності експорту та залученню інвестицій, що вплинуло на зростання ВВП, доходів державного бюджету та інших макроекономічних показників.

8. Охарактеризовано проблеми монетарної політики в Україні в умовах воєнного стану та розроблено напрямки їх вирішення. Монетарна політика під час і після війни повинна бути інтегрованою, а перемога в монетарній сфері формується одночасно з військовою перемогою. Національний банк

України має надати подальшу підтримку та вжити невідкладних заходів для забезпечення фінансової стабільності. Беручи до уваги структурні умови банківської системи (профіцит або дефіцит) та рівні ліквідності, Національний банк повинен гнучко коригувати напрямок операцій монетарної політики, якщо це необхідно, щоб допомогти забезпечити банківську систему достатньою ліквідністю, щоб впоратися з можливою волатильністю у фінансових ринки та розширений канал процентної ставки монетарної трансмісії. НБУ має скасувати екстрені заходи підтримки банків на тлі зниження ризиків ліквідності в банківській системі. Забезпечення стабільного інфляційного середовища в умовах плаваючого обмінного курсу залишатиметься головним внеском Національного банку у стійке відновлення післявоєнної української економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: монографія / за ред. В.С. Стельмаха. Київ : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.
2. Бондаренко Л.А. Нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики центральних банків в умовах кризи. *Банківська справа*. 2015. № 2(112). С. 58–61.
3. Сомик А.В. Умови середовища реалізації грошово-кредитної політики в Україні. *Фінанси України*. 2009. № 6. С. 39–52.
4. Галушко Ю.П. Інструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання : дис. ... канд. економ. наук : 08.00.08 Київ, 2016. 223 с.
5. Мікроекономіка і макроекономіка : підручник / С. Будаговська та ін. ; за заг. ред. С. Будаговської. Київ : Основи, 2003. 517 с.
6. Базилевич В., Базилевич К., Баластрик Л. Макроекономіка : підручник. Київ : Знання, 2008. 743 с.
7. Бурда М., Вишлош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст : підручник ; пер. з англ. Київ : Основи, 2013. 682 с.
8. Ветрова І.В. Правові основи реалізації грошово-кредитної політики національного банку України : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.07. Київ, 2007. 20 с.
9. Мисак С.О. Фінансова політика. Київ : ІАЕ, 2002. 139 с.
10. Кулінець А.П. Особливості міжнародного досвіду використання режимів таргетування валютного курсу. *Наукові праці НДФІ*. 2008. № 3(44). С. 160–168.
11. Кулінська А.В. Державне управління фінансовою складовою економічної безпеки національної економіки України : дис... докт. економ. наук : 08.00.03. Одеса, 2017. 531 с.

12. Оголь Д.О. Вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання України : дис. ... канд. економ. наук : 08.00.08. Суми, 2016. 285 с.
13. Ігнатюк А. І., Кульпінський С. В. Експансійна монетарна політика і можливості відновлення інвестиційного зростання в Україні. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2014. № 164. С. 33–38.
14. Галушко Ю.П. Інструменти грошово-кредитного регулювання в системі факторів економічного зростання : дис. ... канд. економ. наук : 08.00.08 Київ, 2016. 223 с.
15. Корнєєва Ю.В. Особливості системи грошово-кредитного регулювання на теренах СНД у процесі переходу до ринкової економіки. *Економічний аналіз*. 2013. № 13. С. 79–87.
16. Швайко М.Л. Сучасні тенденції грошово-кредитної політики України. *Вісник Харківського національного університету ім. В.Н. Каразіна*. 2017. № 92. С. 32–40.
17. Авраменко О.О. Грошово-кредитна політика України в системі забезпечення економічної безпеки держави : дис. ... канд. економ. наук : 21.04.01. Київ, 2016. 282 с.
18. Матросова Л.М. Сучасні проблеми монетарної політики НБУ в умовах розвитку національної економіки. *Вісник Миколаївського національного університету ім. В.О. Сухомлинського*. 2018. № 23. С. 500–505.
19. Швайко М.Л. Особливості грошово-кредитної політики України в сучасних умовах. *Соціальна економіка*. 2016. № 1. С. 82–86.
20. Bech, M., & Keister, T. (2017). Liquidity regulation and the implementation of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 92, 64–77. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.09.002>
21. Гриценко А.А., Кричевська Т.О. Теоретичні основи грошово-кредитної політики. *Економічна теорія*. 2011. № 1. С. 90–106.
22. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV. *Відомості Верховної Ради України*. 1999. № 29. С. 238.

23. Посилкіна О.В., Баєва О.І. Макроекономіка : навч. посіб. Харків : НФаУ, 2018. 227 с.
24. Галушко Ю. П. Науково-теоретичне узагальнення основних наукових підходів до визначення сутності монетарної політики. *Фінансовий простір*. 2015. № 2 (18)
25. Гудзовата О.О. Світовий досвід застосування монетарного інструментарію для впровадження ефективної державної політики функціонування грошово-кредитної сфери. *Інфраструктура ринку*. 2016. № 2. С. 269–273.
26. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017. -64 с.
27. Авраменко О.О. Грошово-кредитна політика України в системі забезпечення економічної безпеки держави : дис. ... канд. економ. наук : 21.04.01. Київ, 2016. 282 с.
28. Пасічний М. Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2019. № 2. С. 135–150.
29. Національний банк України. Статистика макроекономічних індикаторів. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
30. Doan, A. T., Lin, K. L., & Doong, S. C. What drives bank efficiency? The interaction of bank income diversification and ownership. *International Review of Economics & Finance*. 2018. No 55, P. 203–219.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.07.019>
31. Hussain, M., & Bashir, U. Impact of monetary policy on bank lending: Does market structure matter? *International Economic Journal*. 2019. No 33(4). P. 620–648. DOI: <https://doi.org/10.1080/10168737.2019.1668820>
32. Meslier, C., Tacneng, R., & Tarazi, A. Is bank income diversification beneficial? Evidence from an emerging economy. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2018. No 31. P. 97–126. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2014.03.007>

33. Bech, M., & Keister, T. Liquidity regulation and the implementation of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*. 2017. No 92. P. 64–77. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.09.002>

34. Hussain, M., & Bashir, U. Impact of monetary policy on bank lending: Does market structure matter? *International Economic Journal*. 2019. No 33(4). P. 620–648. DOI: <https://doi.org/10.1080/10168737.2019.1668820>

35. Distinguin, I., Roulet, C., & Tarazi, A. Bank regulatory capital and liquidity: Evidence from US and european publicly traded banks. *Journal of Banking & Finance*. 2013. No 37(9). P. 3295–3317. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.027>

36. Chen, M., Wu, J., Jeon, B. N., & Wang, R. Monetary policy and bank risk-taking: Evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*. 2017. No 31. P. 116–140. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.04.001>

37. Показники макроекономічного розвитку України. URL: <https://index.minfin.com.ua/>

38. Козачишина Т. О. Теоретичні аспекти взаємодії бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики. *Держава та регіони*. 2017. № 4 (60). С. 44–49.

39. Дзюблюк О. В., Рудан В. Я. Окремі критичні аспекти оцінювання Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України. *Економічний аналіз*. 2017. № 3. С. 120-133.

40. Козюк В. Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії. *Журнал європейської економіки*. 2018. № 2 (2). С. 226–248.

41. Пасічний М. Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2019. № 2. С. 135–150.

42. Данилишин Б. М. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. № 2. С. 9–25.

43. Пасічний М. Д. Фінансова політика держави : монографія. Київ : КНТЕУ, 2019. 440 с.

44. Забчук Г. М., Гнатів О. В. Аналіз факторів впливу на ефективність грошово-кредитної політики. *Економічний аналіз*. 2018. № 4. С. 131-142.
45. Дзюблюк О. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку. *Вісник НБУ*. 2003. № 1 (83). С. 32, 36.
46. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік. *Вісник НБУ*. 2003. № 11 (93). С. 2-5.
47. Сомик А.В. Еволюція основних засад грошово-кредитної політики в аспекті визначення монетарного та валютного режимів. *Вісник Української академії банківської справи*. 2013. № 1 (34). С. 37–44.
48. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік. *Вісник НБУ*. 2003. № 11 (93). С. 2-5.
49. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік: рішення Ради Національного банку України. URL: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7466694>.
50. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік: Рішення Ради Національного банку України від 11 вересня 2014 р. № 28. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>
51. Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу. НБУ. Київ, 2018.
52. Про Державний бюджет України на 2019 рік. Закон України. *Відомості Верховної Ради (ВВР)*. 2018, № 50, С. 400 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/262919?find=1&text=%B3%ED%F4%EB%F6>.
53. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики Національного банку України щодо рівня облікової ставки 22 квітня 2020 року. URL: <https://bank.gov.ua/news/all/pidsumki-diskusiyi-chleniv-komitetu-z-monetarnoyi-politikinatsionalnogo-banku-ukrayini-schodo-rivnya-oblikovoyi-stavki-22-kvitnya-2020-roku>
54. Макроекономічна ситуація та монетарна політика НБУ під час війни. URL:

https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/%D0%9C%D0%B0%D0%BA%D1%80%D0%BE%D0%B5%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D1%96%D1%87%D0%BD%D0%B0_%D1%81%D0%B8%D1%82%D1%83%D0%B0%D1%86%D1%96%D1%8F_%D0%BC%D0%BE%D0%BD%D0%B5%D1%82%D0%B0%D1%80%D0%BD%D0%B0_%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D1%96%D1%82%D0%B8%D0%BA%D0%B0_pr_2022-11-03.pdf?v=4

55. Рада з фінансової стабільності визначила пріоритетні напрями докладання спільних зусиль для подолання викликів, спричинених повномасштабною війною URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-z-finansovoyi-stabilnosti-viznachila-prioritetni-napryami-dokladannya-spilnih-zusil-dlya-podolannya-viklikiv-sprichinenih-povnomasshtabnoyu-viynoyu>

56. Національний інститут стратегічних досліджень. Огляд інструментів підтримки фінансової стабільності в умовах воєнного стану в Україні за період 01.12 – 31.12.2022. URL: <https://niss.gov.ua/news/komentari-ekspertiv/ohlyad-instrumentiv-pidtrymky-finansovoyi-stiykosti-v-umovakh-voyennoho-7>

57. НБУ розпочав імплементацію анонсованих заходів для посилення монетарної трансмісії URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-rozpochav-implementatsiyu-anonsovanih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi>

58. Врегульовано питання формування та ведення Реєстру пунктів обміну іноземної валюти URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vregulovano-pitannya-formuvannya-ta-vedennya-reyestru-punktiv-obminu-inozemnoyi-valyuti>

59. НБУ перерахував на потреби оборони понад 21,7 млрд грн, за листопад на спецрахунок надійшло понад 663 млн грн URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-pererahuvav-na-potrebi-oboroni-ponad-217-mlrd-grn-za-listopad-na-spetsrahunok-nadiyshlo-ponad-663-mln-grn>

60. O'Brien, P., & Palma, N. The wartime power of central banks: Lessons from the Napoleonic era. VOX-CEPR. 2022. URL: <https://voxeu.org/article/wartimepower-central-banks>

61. Benchimol, J. Money and monetary policy in Israel during the last decade. *Journal of Policy Modeling*. 2016, No 38(1). P. 103–124. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.12.007>

62. Škreb, M. Economic transition in Croatia: An insider's view. *SAIS Review (1989-2003)*. 1998. No 18(2), P. 71–88. URL: <https://www.jstor.org/stable/45345790>

63. Croatian National Bank. 30 years of the CNB's monetary policy. 2021. URL: <https://www.hnb.hr/en/-/30-godina-monetarne-politike-hnb-a>

64. Duguid, K., Arnold, M., & Steer, G. Will the Ukrainian crisis alter the ECB's monetary policy stance? *Financial Times*. 2022. URL: <https://www.ft.com/content/a1a139d4-4b81-47dc-9862-fe7bb10e9b6e>

65. Ashworth, M. Wartime economy freezes ECB's retreat from quantitative easing. *Bloomberg*. 2022. URL: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-03-08/ecb-is-the-first-major-central-bank-to-wrestle-with-the-wartime-economy>

66. Аналітичний центр CASE Україна. Фінансова система України в умовах війни: Чи готові банки кредитувати? 2022. URL: <https://caseukraine.com.ua/publications/finansova-systema-ukrayiny-v-umovah-vijny-chygotovi-banky-kredytuvaty/>

67. Лібанова, Е. Війна з Росією: як дати роботу біженцям і що робити після. *Дзеркало Тижня*. 2022. URL: <https://zn.ua/ukr/SOCIUM/vijna-z-rosijejujuk-dati-robotu-bizhentsjam-i-shcho-robiti-pislja.html>

68. Постанова КМ України від 13 березня 2022 р. № 266. Про внесення змін у додаток до постанови Кабінету Міністрів України від 24 лютого 2022 р. № 153. URL: <https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-vnesennya-zmin-u-dodatok-dopostanovi-kabinetu-ministriv-u-krayini-vid-24-lyutogo-2022-r-153-266>

69. Georgieva, K. Comments on Ukraine by IMF MD Georgieva at FT Climate Capital Conference. Transcript. *International Monetary Fund*. 2022. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/09/tr030822-comments-onukraine-by-imf-md-georgieva-at-ft-climate-capital-conference>

70. International Monetary Fund. IMF staff statement on the economic impact of war in Ukraine. No 22/61. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/05/pr2261-imf-staff-statement-on-the-economic-impact-of-war-in-ukraine>

71. Данилишин, Б. Яка ситуація у фінансовому секторі і на валютному ринку України. *Економічна правда*. 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/03/17/684180/>

72. Рада Національного банку України: рішення про Стратегію монетарної політики Національного банку України від 13.07.2018 № 37-рд. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18#Text>

73. Правління Національного банку України: рішення про затвердження Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України від 29.12.2020 № 769-рш. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_29122020_769-rsh

74. Затверджена рішенням Правління Національного банку України від 29 грудня 2020 року № 769-рш.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1

Переваги та недоліки монетарної політики за характером стратегічної мети

Сильні сторони	Слабкі сторони
Режим таргетування обмінного курсу:	
- високий рівень інформативності для суспільства;	- високий рівень залежності монетарної політики від зовнішньоекономічних чинників;
- низькі інфляційні очікування;	- недостатній зв'язок із пріоритетною метою грошово-кредитної політики (цінвою стабільністю)
- зростання довіри до макроекономічних показників	
Режим монетарного таргетування:	
- посилення відповідальності центрального банку за проведення грошово-кредитної політики;	- недостатня інформованість для суспільства;
- можливість швидкого реагування з боку центрального банку на зміну таргету;	- недовіра у разі значних коливань попиту на гроші;
- високий рівень координації монетарної та макроекономічної політики	- невизначеність майбутньої динаміки цін, нестійкий зв'язок між грошовими агрегатами і цільовим показником інфляції
Режим інфляційного таргетування:	
- найбільш відповідає пріоритетній меті грошово-кредитної політики (забезпеченню цінової стабільності);	- послаблення гнучкості монетарної політики;
- збільшення прозорості та контрольованості здійснення грошово-кредитної політики;	- вплив на динаміку інфляції чинників, які не контролюються центральним банком, що обмежує його можливості впливу на рівень інфляції
- забезпечення чіткого і зрозумілого орієнтиру для всього суспільства	

Джерело: побудовано автором за [27]

МОДИФІКАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В УМОВАХ ВІЙНИ

Гавриленко Дмитро Сергійович
Київський національний університет імені Тараса Шевченка
II курс магістратури, ОП "Економіка та економічна політика"
Науковий керівник: д.е.н., доц. Нестеренко О.П.

MODIFICATION OF MONETARY POLICY OF THE NBU IN THE CONDITIONS OF WAR

This article is about the National Bank of Ukraine's monetary policy modifications in response to wartime conditions, including measures taken to stabilize the economic situation in the foreign exchange market and promote the growth of international reserves. The article also explores the impact of external factors, such as international aid, on the NBU's ability to control inflation expectations and maintain exchange rate stability, and how these factors could influence the future trajectory of monetary policy in Ukraine

Монетарна політика безпосередньо впливає на основи національної безпеки – не лише на економічну безпеку, а й на безпеку загалом. Для України безпековий аспект монетарної політики є особливо важливим у зв'язку з гуманітарною загрозою, спричиненою впливом пандемії коронавірусу та прямою російською військовою агресією, а також вимушеним функціонуванням економіки в умовах війни.

З метою створення умов для надійної та стабільної роботи національної банківсько-фінансової системи в разі широкомасштабної збройної агресії та введення воєнного стану в Україні, а також максимального забезпечення потреб оборони України, здійснюється безперебійне функціонування системи державних фінансів та критичної інфраструктури, що є найважливішим. Фіксований обмінний курс служить своєрідним якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці на ранній стадії нападу, зупинити погіршення очікувань і підтримати стабільність фінансової системи. Фіксований курс гривні не тільки безпосередньо стримує зростання вартості товарів і послуг, особливо вартості основних імпортованих товарів, але й послаблює фундаментальний тиск, впливаючи на очікування. За оцінками НБУ, якщо офіційний курс не буде зафіксований, рівень інфляції досягне 25 процентних пунктів і вище (за результатом 2022 року індекс інфляції становив 126,6%). Поточне коригування офіційного курсу гривні та додаткові заходи Національного банку для зниження девальваційного тиску сприятимуть покращенню збалансованості та стабільності валютного ринку. Особливо це проявляється у скороченні останніх місяців інтервенцій НБУ з продажу валюти.

В умовах високої невизначеності, спричиненої повномасштабними бойовими діями, підтримка стабільності обмінного курсу залишається основною опорою очікувань та ключовим засобом досягнення пріоритетної мети НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стійкості. Для збереження стабільності обмінного курсу та контрольованості процесу інфляції необхідно підтримувати обмінний курс на відносно високому рівні. У короткостроковій перспективі деякі інфляційні ризики зменшилися. Однак у довгостроковій перспективі баланс ризику зсувається вгору. Триває трансмісія зростання облікової ставки на банківські процентні ставки. НБУ розробляє заходи щодо посилення монетарної трансмісії та мінімізації негативного впливу бюджетної емісії на інфляцію та грошові ринки [3].

Ефективність ключової ставки як монетарного інструменту була серйозно обмежена в перші місяці війни через психологічний шок, високу невизначеність та адміністративні обмеження. Враховуючи поступову адаптацію економіки до війни, НБУ 2 червня 2022 року ухвалив рішення про підвищення облікової (ключової) процентної ставки з 10% до 25% річних. Відповідно до зміни облікової ставки змінено ставки за інструментами постійного доступу: кредитами та депозитними сертифікатами овернайт (ставка дисконту ± 2 п.п.) [1].

З моменту запровадження інфляційного таргетування НБУ вдалося значно покращити закріплення інфляційних очікувань. Але на тлі повномасштабного вторгнення росії в Україну дисбаланс у коротко- та середньострокових інфляційних очікуваннях явно посилюється. Така ситуація потребує відповідної реакції НБУ для стримування інфляційних очікувань. Знижена ефективність ринкових інструментів і високий рівень невизначеності за несприятливих факторів зовнішнього середовища унеможливають реалізацію монетарної політики у формі інфляційного таргетування з плаваючими валютними курсами. Адміністративні обмеження на валютному ринку та обмеження руху капіталу ще більше послабили ефективність каналу трансмісії валюти [3]. У цьому контексті Національний банк України може тимчасово не покладатися на використання ринкових монетарних інструментів, особливо ключових (облікових) процентних ставок, як основного інструменту монетарної політики.

Стримували інфляцію також заходи НБУ щодо підтримки стабільного обмінного курсу та підвищення привабливості активів гривні [1]. Тому фіксація офіційного курсу гривні, збереження облікової ставки на рівні 25%, планування обмеження розміру бюджетної монетизації, розширення спектру інструментів хеджування валютних ризиків, дозволить частково стабілізувати та знизити тиск на грошові ринки. Свідченням цього є, зокрема, звуження спреду між офіційним курсом гривні та готівковим курсом, а також зменшення чистого продажу валюти Національним банком.

Наразі НБУ не працює за класичною моделлю інфляційного таргетування, коли центральний банк має реагувати на всі інфляційні шоки. Як наслідок, ризики зростання інфляції в найближчі місяці зросли через вплив руйнування енергетичної інфраструктури. Однак це переважно шок з боку пропозиції, і навіть без агресивного втручання монетарної політики його вплив поступово згасне у другій половині 2023 року. Водночас монетарні заходи Нацбанку наразі спрямовані переважно на забезпечення курсової стабільності [2]. Основними факторами, що стримували реакцію ринкових процентних ставок на підвищення облікової ставки в червні 2022 року, були: надлишок ліквідності в банківській системі, недостатня конкуренція на депозитному ринку та обмежений вибір альтернативних вкладів із привабливою прибутковістю в гривні. Так, сьогодні надвисока ліквідність зосереджена в кількох найбільших банках на ринку. Іншим ефектом є зменшення кількості доступних кредитів, особливо на споживання, що зменшує інтенсивність перерозподілу ліквідності.

Реальна відсоткова ставка за депозитами в гривні залишається від'ємною, і в той же час, через переваги ліквідності та мотиви обережності, вкладники здебільшого зберігають кошти на поточних рахунках для подальшої купівлі валюти або товарів тривалого користування [2]. Відсутність привабливих інструментів гривневих заощаджень створює ризики для макрофінансової стабільності в умовах зростання інфляції та очікувань обмінного курсу [4]. Зважаючи на це, необхідні додаткові заходи для зменшення таких загроз і підтримки фінансової стабільності. План заходів передбачає приведення урядом доходності ОВДП до ринкових умов для забезпечення беземісійного фінансування бюджету на 2023 рік та підтримки дій НБУ щодо посилення монетарної трансмісії [3].

Реалізація окресленого комплексу заходів дозволить вирішити декілька важливих завдань. По-перше, це може вилучити частину надлишкової ліквідності та стимулювати банки підвищувати цінову конкурентоспроможність строкових депозитів. Відповідно, продовжать зростати ставки за довгостроковими депозитами, зросте інтерес вкладників до довгострокових гривневих заощаджень, уповільниться процес доларизації економіки, зменшиться тиск на валютний ринок. У результаті ризики для макрофінансової стабільності будуть зменшені. По-друге, такі заходи стимулюватимуть банки нарощувати портфелі гривневих ОВДП. Активізація внутрішнього ринку кредитування, більша прозорість ціноутворення та зменшення спредів сприятимуть забезпеченню 100% пролонгації погашення гривневих державних облігацій. Це зменшить ризик повернення до емісійного

Продовження додатку Б

фінансування дефіциту бюджету в 2023 році.

Таким чином, навіть за нинішнього рівня ефективності монетарної трансмісії заходи Національного банку, що враховують зовнішні фактори (зокрема одержання міжнародної допомоги), дозволяють створити монетарні умови, що сприятимуть стабілізації економічної ситуації на валютному ринку, а також цьому сприятиме зростання міжнародних резервів, яке було вищим за довоєнний рівень. Якщо масштабна міжнародна допомога, оголошена на початку 2023 року, надійде, рівень невизначеності та ризику в економіці буде ще більше знижений, і, у свою чергу, здатність НБУ забезпечувати курсову стабільність і контролювати інфляційні очікування значно зросте. Тож у НБУ буде можливість швидше запустити цикл зниження облікової ставки.

1. Рада з фінансової стабільності визначила пріоритетні напрями докладання спільних зусиль для подолання викликів, спричинених повномасштабною війною URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-z-finansovoyi-stabilnosti-viznachila-prioritetni-napryami-dokladannya-spilnih-zusil-dlya-podolannya-viklikiv-sprichinenih-povnomasshtabnoyu-viynoyu>
2. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики Національного банку щодо рівня облікової ставки 7 грудня 2022 року URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pidsumki-diskusiyi-chleniv-komitetu-z-monetaranoi-politiki-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-oblikovoyi-stavki-7-grudnya-2022-roku>
3. НБУ розпочав імплементацію анонсованих заходів для посилення монетарної трансмісії URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-rozpochav-implementatsiyu-anonsovanih-zahodiv-dlya-posilennya-monetaranoi-transmisiyi>
4. Врегульовано питання формування та ведення Реєстру пунктів обміну іноземної валюти URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vregulovano-pitannya-formuvannya-ta-vedennya-reyestru-punktiv-obminu-inozemnoi-valyuti>