



ШАПОВАЛ

Юлія Ігорівна –

кандидат економічних наук,
науковий співробітник відділу
грошово-кредитних відносин
Державної установи «Інститут
економіки та прогнозування
НАН України»

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ У ВОЄННИЙ ТА ПОВОЄННИЙ ПЕРІОДИ

За матеріалами наукового повідомлення
на засіданні Президії НАН України
3 травня 2023 року

Наведено оцінку політики Національного банку України в умовах війни в розрізі грошово-кредитних інструментів. Продемонстровано, що відбувся відхід від пріоритету політики інфляційного таргетування на користь прямого фінансування дефіциту бюджету. Акцентовано увагу на важливій ролі міжнародного фінансування у збереженні курсової та бюджетної стабільності. Відзначено ефективність дій НБУ щодо вчасної фіксації курсу та посилення валютних обмежень, розширення рефінансування та підвищення нормативів обов'язкового резервування. Зазначено, що в умовах війни розміщення надлишкової ліквідності у депозитні сертифікати перетворилося на основний інвестиційний інструмент для банків. Обґрунтовано доцільність встановлення додаткових цілей грошово-кредитної політики НБУ, рівних за значущістю підтримці цінової стабільності.

Ключові слова: центральний банк, процентна політика, валютні інтервенції, рефінансування, обов'язкові резерви, депозитні сертифікати, ОВДП.

З 2014 р., попри втрату Криму та руйнацію Донбасу, війна ніяк не позначалася на проведенні грошово-кредитної політики. Навпаки, відбувався перехід до сучасних грошово-кредитних підходів, притаманних мирному часу, таких як гнучке курсоутворення (2014 р.), інфляційне таргетування (початок 2016 р.), посилення банківського регулювання. Втім, цей перехід супроводжувався запровадженням жорсткішої (підняття ставок) процентної політики у 2014–2015 рр., 2017–2018 рр. та з березня 2021 р. Винятком став період 2019–2020 рр., коли було здійснено спробу перейти до циклу низьких ставок на тлі запуску державних кредитних програм підтримки бізнесу.

Однак 24 лютого 2022 р. моментальні заходи НБУ стали діаметрально протилежними до тих, що перед цим здійснювалися роками. Було зафіксовано курс і запроваджено адміністративні обмеження на валютні операції та рух капіталу. Якщо до 24 лютого основним інструментом НБУ для впливу на інфляцію

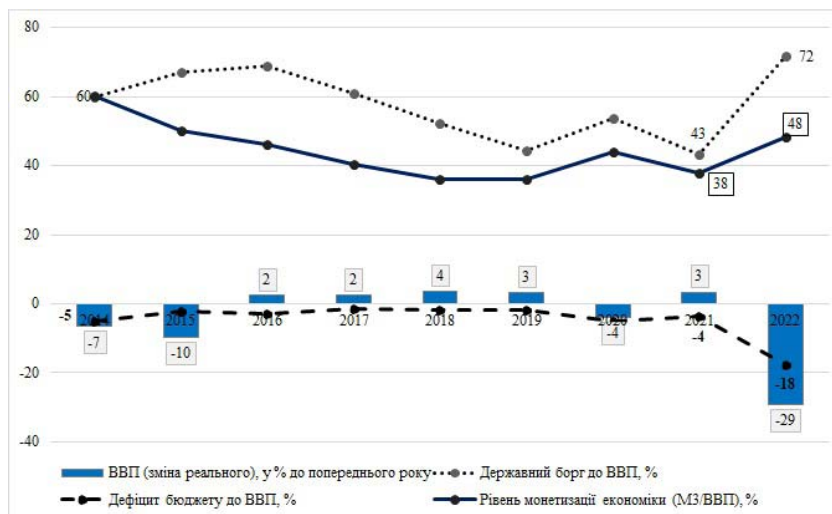


Рис. 1. Фіскально-борговий стан економіки України у 2014–2022 рр. Складено за даними НБУ, Міністерства фінансів України та Державної служби статистики України

була облікова ставка, то в умовах воєнного стану фіксований курс почав виконувати функцію якоря інфляційних очікувань.

2022 рік став роком безпрецедентного економічного спаду (–29 %) в умовах зростаючого державного боргу (до 72 % ВВП) та дефіциту бюджету на тлі зниження експортних доходів та зростання імпорتنих витрат (рис. 1). В обставинах обмеженості ринкового фінансування дефіциту бюджету центральний банк фактично став головним кредитором уряду, що загалом знижує ефективність інструментів грошово-кредитної політики.

Центральний банк вимушено розпочав монетарну підтримку бюджету, що стало провокувати цінову дестабілізацію. З позитивного — емісія через *купівлю ОВДП* була меншою (близько 400 млрд грн), ніж надходження валюти (близько 810 млрд грн) у 2022 р. (рис. 2). Додатково випущену гривню (станом на 1 травня 2023 р. — 429 млрд грн) НБУ забирає з обігу через *валютні інтервенції*. Так, він викуповує гривні шляхом продажу валюти на ринок із резервів (до яких входить валюта уряду, яку той отримує в рамках міжнародної допомоги). Зокрема, у 2022 р. міжнародне фінансування становило 32 млрд дол. США (з них 14 млрд дол. США — у вигляді грантів), а за 4 місяці (станом на 3 травня 2023 р.) вже надій-

шло майже 16,5 млрд дол. США. Тобто завдяки широкому фронту міжнародної фінансової підтримки НБУ вдається втримати курсову та бюджетну стабільність.

Емітована гривня через купівлю центральним банком ОВДП опиняється на банківських рахунках і спрямовується у *депозитні сертифікати*, які є більш прибутковими для українських банків. Так, у 2022 р. чверть усіх процентних доходів банків становили доходи від депозитних сертифікатів¹. Тоді як у портфелях банків частка депозитних сертифікатів зросла, частка інвестицій в ОВДП зменшилася. Серед найбільших власників ОВДП залишаються державні банки. Комерційні банки не були зацікавлені у інвестиціях в ОВДП через низькі ставки порівняно з вищими ставками за депозитними сертифікатами НБУ до отримання можливості врахування ОВДП у нормативи резервування наприкінці 2022 р. Хоча на початку серпня 2022 р. НКЦПФР відкрила вторинний ринок державних облігацій, обсяги торгів військовими облігаціями залишаються невеликими через низьку дохідність, яка у квітні 2023 р. становила 19,6 % річних у гривні та 4,85 % річних у доларах США (рис. 3).

¹ Звіт про фінансову стабільність. НБУ. Грудень 2022 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-gruden-2022-roku>

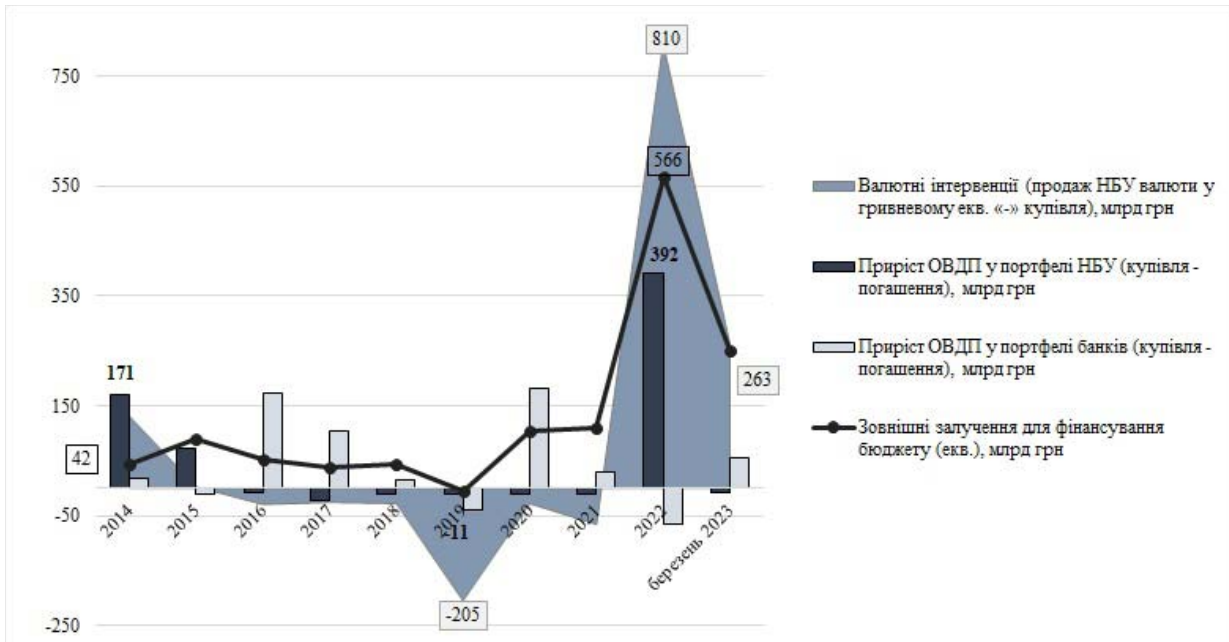


Рис. 2. Купівля ОВДП та валютні інтервенції, 2014 – I кв. 2023 р. (на кінець періоду). Складено за даними НБУ

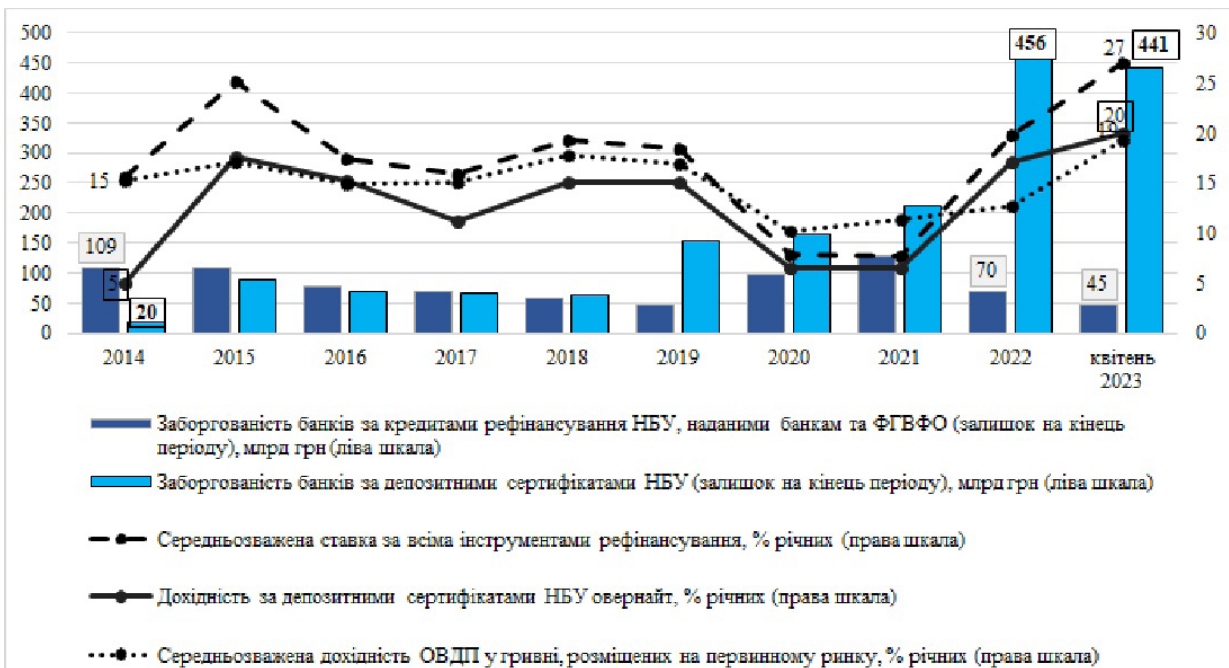


Рис. 3. Обсяги та ставки рефінансування й депозитних сертифікатів НБУ, 2014 – квітень 2023 р. (на кінець періоду). Складено за даними НБУ

Слід зазначити, що протягом останніх років банки скорочували відносну частку ресурсів, спрямованих у корпоративне кредитування, збільшуючи частку інвестицій у цінні папери. Навіть бізнес-модель деяких банків в Україні ґрунтувалася не на кредитуванні, а на розміщенні залучених за найнижчими ставками коштів населення та бізнесу в депозитні сертифікати. З початку повномасштабної війни корпоративне та роздрібне кредитування призупинено; переважають короткострокові кредити у торгівлю. Більшість нових кредитів видається за державними програмами («5-7-9» і портфельні гарантії банків) переважно державними банками (при цьому найбільша частка непрацюючих кредитів спостерігається саме серед державних банків).

З початку війни, з 2014 р., НБУ підвищував ставки *рефінансування* та розширював перелік можливої застави під забезпечення. У післякризовий період НБУ продовжував надавати кредити рефінансування, але в менших обсягах. Нормалізація стану банківської ліквідності дозволила банкам повернути рефінансування, і частка кредитів НБУ у зобов'язаннях фінансових установ скоротилася. У 2017 р. з метою подолання наслідків виведення неплатоспроможних банків з банківського ринку НБУ надав можливість ФГВФО подовжувати строк користування кредитами рефінансування та змінив вимоги до строків погашення ОВДП. У 2018 р. НБУ запровадив довгострокове рефінансування банків шляхом проведення тендерів строком від одного до п'яти років під плаваючу процентну ставку. Отже, НБУ активізує інструменти рефінансування через зміну облікової ставки та вимог до застав за цими кредитами задля підтримки ліквідності банків у кризовий період.

З III кварталу 2021 р. НБУ розпочав згортання операцій із довгострокового рефінансування та процентного свопу. Проте у зв'язку з повномасштабним російським вторгненням НБУ запровадив річне бланкове рефінансування, і 25 лютого 2022 р. було надано рефінансування в обсязі 51,5 млрд грн² здебільшо-

² Пресреліз НБУ. Національний банк 25 лютого 2022 року надав рефінансування в обсязі 51,5 млрд грн для

го державним банкам (АТ КБ «Приватбанк», АБ «Укргазбанк», АТ «Укрексімбанк»), а також АТ «Альфа-банк» (Сенс Банк)³. У квітні 2022 р. було знижено до разу на тиждень частоту тендерів з рефінансування на строк до одного року⁴ через зростання вільної ліквідності банківської системи. З 4 травня 2022 р. з метою розширення можливостей банків з отримання кредитів було скасовано коригуючі коефіцієнти для ОВДП, які є заставою за рефінансуванням. Водночас доступ до бланкового рефінансування з 4 травня 2022 р. зберігається лише для банків, які вичерпали можливості отримання забезпеченого рефінансування та мали відплив коштів фізичних осіб із 23 лютого 2022 р. у розмірі 5 % і більше⁵.

З початку повномасштабного воєнного вторгнення піковий приріст рефінансування банків спостерігався у лютому та березні 2022 р., а надалі знижувався, у тому числі після підвищення облікової ставки через зростання вартості таких ресурсів (з 11 до 27 % на 357 днів). Водночас половина банків мали змогу компенсувати підвищення вартості рефінансування за рахунок укладених у 2020–2021 рр. своп-контрактів з НБУ про хеджування про-

підтримки ліквідності банківської системи. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-25-lyutogo-2022-roku-nadav-refinansuvannya-v-obsyazi-515-mlrd-grn-dlya-pidtrimki-likvidnosti-bankivskoyi-sistemi>

³ Кредити, надані Національним банком на строк більше 30 календарних днів. <https://bank.gov.ua/ua/markets/loans-over-30-days?fbclid=IwAR2OeODAmk33uhLOlRcoZZ7Iv08FZpArO7BpFhSXWFvJZZJtmgl1YZF3O6k>

⁴ Пресреліз НБУ. Національний банк із наступного тижня знизить до одного разу на тиждень частоту проведення тендерів із надання рефінансування на строк до одного року. 15 квітня 2022 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-iz-nastupnogotijnya-znizit-do-odnogo-razu-na-tijden-chastotu-provedennya-tenderiv-iz-nadannya-refinansuvannya-na-strok-do-odnogo-roku>

⁵ Пресреліз НБУ. Уточнено порядок надання кредитів рефінансування для підтримки ліквідності банків. 20 квітня 2022 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/utocneno-poryadok-nadannya-kreditiv-refinansuvannya-dlya-pidtrimki-likvidnosti-bankiv>

центного ризику за довгостроковим рефінансуванням. Тому в умовах воєнного стану деякі банки (переважно державні) продовжили залучати рефінансування, отримуючи відшкодування процентних збитків. Загалом якщо за 2021 р. обсяг кредитів рефінансування зріс більш ніж наполовину, а частка коштів НБУ в зобов'язаннях підвищилася на 1,5 п.п. — до 5,3 %⁶, то за II квартал 2022 р. частка коштів, залучених від НБУ, скоротилася до 4,8 % завдяки поступовому погашенню банками кредитів рефінансування.

Хоча з листопада 2022 р. НБУ припинив проведення операцій з бланкового рефінансування⁷, він продовжує надавати забезпечені кредити рефінансування, як і до запровадження воєнного стану. Порівняно з початком березня 2022 р., коли загальний обсяг отриманих банками кредитів рефінансування в окремі дні перевищував 160 млрд грн, заборгованість платоспроможних банків за такими кредитами скоротилася до 56,8 млрд грн станом на кінець I кварталу 2023 р. (при цьому державні банки мають найбільший борг за кредитами рефінансування).

З 2014 р. НБУ активно застосовував зниження до нуля *нормативів обов'язкових резервів*. Якщо до кінця 2014 р. основними критеріями диференціації нормативів були строковість, валюта та суб'єктність, то з початку 2015 р. — лише строковість залучених коштів. Під час пандемії (з 10 березня 2020 р.) НБУ встановив для гривневих коштів нульову ставку резервування, а для валютних — 10 %, щоб нормативи залежали від валюти залучених коштів, а не від їхньої строковості, як було раніше.

До 24 лютого 2022 р. НБУ мав намір підвищити на 2 п.п. нормативи обов'язкових резервів для банків за поточними рахунками в гривні та в іно-

земній валюті, однак рішення було скасовано⁸ через повномасштабне російське вторгнення.

Після року війни почалося підвищення нормативів обов'язкового резервування. З 11 лютого 2023 р. НБУ підвищив нормативи резервування (з 5 до 10 % за коштами у національній валюті та з 15 до 20 % в іноземній валюті на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб) і дозволив банкам покривати половину обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП⁹. З 11 березня 2023 р. нормативи обов'язкового резервування банками за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб зросли з 10 до 20 % у національній валюті та з 20 до 30 % в іноземній валюті¹⁰. З 11 травня 2023 р. пільгові нормативи формування банками обов'язкових резервів за строковими коштами на рахунках фізичних осіб у національній (0 %) та іноземній валютах (10 %) поширюються лише на депозити зі строком від 3 місяців. До всіх інших залучених ресурсів застосовано норматив резервування, як до коштів на вимогу: в гривні — 20 %, у валюті — 30 % (замість 0 % нормативу)¹¹. У результаті підвищення нормативів обов'язкові

⁸ Пресреліз НБУ. Скасовано рішення про підвищення нормативів обов'язкового резервування. 9 березня 2022 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/skasovano-rishennya-pro-pidvischennya-normativiv-obov'yazkovogo-rezervuvannya>

⁹ Пресреліз НБУ. Національний банк продовжує імплементацію заходів для посилення монетарної трансмісії та активізації внутрішнього боргового ринку. 31 січня 2023 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-prodovjuye-implementatsiyu-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmissiyi-ta-aktivizatsiyi-vnutrishnogo-borgovogo-rinku>

¹⁰ Пресреліз НБУ. Національний банк вживає подальших заходів для посилення монетарної трансмісії та стимулювання конкуренції банків за строкові кошти вкладників. 24 лютого 2023 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-podalshih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmissiyi-ta-stimulyuvannya-konkurenciyi-bankiv-za-strokoviki-koshti-vkladnikov>

¹¹ Пресреліз НБУ. Національний банк України зберіг облікову ставку на рівні 25 %. 16 березня 2023 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zberig-oblikovu-stavku-na-rivni-25-16100>

резерви зросли майже вдвічі з 144,06 млрд грн (станом на 11 січня 2023 р.) до 276,94 млрд грн (станом на 10 травня 2023 р.)¹².

Крім того, НБУ через процентну політику намагається спонукати банки до підвищення ставок за гривневими строковими депозитами та купівлі військових ОВДП. У 2022 р. хоча й відбувся приплив гривневих коштів населення до банків, але в основному на поточні рахунки. Така структура банківського фондування не дозволяє здійснювати довгострокові інвестиції. У 2022 р. не спостерігалось відповідної швидкості реакції гривневих ставок на зростання облікової ставки у червні 2022 р. Так, ставки за депозитами хоч і почали потроху зростати, проте дуже повільно. Станом на початок травня 2023 р. ставки 3-місячних строкових гривневих депозитів фізичних осіб становили 13–14 %, що нижче за рівень інфляції.

Банки не поспішають піднімати депозитні ставки, бо їм вигідно мати дешевий ресурс та інвестувати його у високодохідні депозитні сертифікати. Тому з 7 квітня 2023 р. НБУ запровадив довгострокові 3-місячні депозитні сертифікати під фіксовану ставку на рівні облікової та знизив ставки за короткостроковими депозитними сертифікатами овернайт з 23 до 20 %. Тобто НБУ почав стимулювати банки до підвищення ставок депозитів фізичних осіб на строк більше 3 місяців, якщо банки прагнуть отримати 25 %-й прибуток шляхом розміщення залучених коштів у депозитні сертифікати.

Отже, в умовах війни стійкість грошово-кредитної політики України залежить насамперед від валютних надходжень. Рівень ключової ставки відіграє роль другорядного фактора. Відповідно, цінова стабільність забезпечується припливом міжнародного фінансування.

У 2022 р. грошово-кредитна політика НБУ була ефективною в частині обмеження девальваційних процесів завдяки вчасному відходу від лібералізації валютної політики на користь адміністративних обмежень. Дієвість грошово-кредитної політики було також забезпечено своєчасним відходом від пріоритету інфляцій-

ного таргетування та переходом до життєво важливого прямого фінансування дефіциту бюджету, що забезпечило відносну цінову стабільність, а саме — стримування інфляції на рівні 26,6 % (до грудня 2021 р.) за підсумками 2022 р.¹³. У квітні 2023 р. споживча інфляція в річному вимірі сповільнилася вже до 17,9 %. Тобто на 15-му місяці повномасштабної війни інфляція залишається не рекордною.

Неефективність грошово-кредитної політики НБУ проявилася у збільшенні ліквідності на тлі зростання виплат НБУ процентів за депозитними сертифікатами та виплат уряду за процентами по ОВДП. Протягом року повномасштабної війни вільні банківські ресурси не використовуються для активізації кредитування чи підтримки фінансування воєнного дефіциту державного бюджету, а лише перерозподіляються на користь короткострокових, але високоприбуткових депозитних сертифікатів НБУ. З огляду на таку фактично деструктивну політику, з грудня 2022 р. НБУ вже провів 3 етапи підвищення нормативів резервування для коштів на поточних рахунках.

У воєнний період пріоритетами грошово-кредитної політики НБУ залишаються:

1. *Забезпечення фінансової стабільності в рамках виконання видаткової частини державного бюджету.* Однак тут необхідне посилення координації процентної політики НБУ з борговою політикою уряду задля підвищення привабливості ОВДП серед банків. Оскільки підняття ставки по ОВДП обтяжить обслуговування державного боргу, НБУ міг би адміністративно обмежити обсяг високоприбуткових депозитних сертифікатів пропорційно до менш дохідних ОВДП.

2. *Розширення державних програм кредитування.* У воєнний період немає інших доступних кредитних інструментів, крім компенсації процентних ставок державою.

3. *Підвищення строковості депозитів.* Цьому сприятимуть зменшення дохідності депозит-

¹² Обов'язкові резерви. НБУ. <https://bank.gov.ua/ua/markets/money-market/reserve-requirements-chart>

¹³ Пресреліз НБУ. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2022 році. 11 січня 2023 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>

них сертифікатів та підвищення нормативів обов'язкового резервування.

4. *Запобігання відпливу капіталу.* Повернення до валютної лібералізації поки не є актуальним в умовах воєнного стану. Запровадження плаваючого валютного курсу означало б зняття адміністративних обмежень на рух приватного капіталу, що спричинить його відплив з України, оскільки в умовах війни приплив капіталу забезпечується виключно за рахунок міжнародної фінансової допомоги. До того ж програмою МВФ від 2023 р. в рамках механізму розширеного фінансування (EFF) на 15,6 млрд дол. США передбачено повернення до плаваючого обмінного курсу лише на другому етапі (через перші 12–18 місяців)¹⁴.

У повоєнний період критично важливою залишатиметься міжнародна фінансова допо-

мога. Крім того, хоча проведення реструктуризації зовнішнього комерційного боргу та ВВП-варантів мінімізувало ризики в обслуговуванні державного боргу, у 2024 р. знову постане необхідність відтермінування або зменшення виплат.

Після забезпечення цінової стабільності пріоритетом центрального банку стане економічне відновлення. Очікуваним є повернення НБУ до режиму інфляційного таргетування та перехід до більш гнучкого курсу. Тут постає питання, а чи буде здатним довоєнний режим інфляційного таргетування забезпечити цільовий рівень цін і курсу, оскільки і до 24 лютого цей монетарний режим був недостатньо ефективним. Тому доцільним буде перегляд пріоритетності інфляційного таргетування та встановлення й інших цілей, рівних за значущістю підтриманню цінової стабільності (наприклад, обмеження коливань обмінного курсу, рівень безробіття/зайнятості, ВВП/темп його зростання). Варто застосовувати комплексний підхід у визначенні цілей грошово-кредитної політики, враховуючи низку економічних показників, а не зосереджуватись виключно на інфляції.

¹⁴ Пресреліз НБУ. Досягнуто угоди на рівні персоналу щодо укладення нової програми розширеного фінансування з МВФ на чотири роки обсягом 15,6 млрд дол. США. 21 березня 2023 р. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/dosyagnuto-ugodi-na-rivni-personalu-schodo-ukladennya-novoyi-programi-rozshirenogo-finansuvannya-z-mvf-na-chotiri-roki-obshyagom-156-mlrd-dol-ssha>

Yuliia I. Shapoval

State Organization "Institute of the Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine", Kyiv, Ukraine

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>

UKRAINE'S MONETARY POLICY DURING THE WAR AND POST-WAR PERIODS

According to the materials of report at the meeting of the Presidium of the NAS of Ukraine, May 3, 2023

An assessment of the National Bank of Ukraine (NBU) monetary policy instruments (key rate, FX interventions, refinancing, reserve requirements, operations with government bonds and certificates of deposit) during the war is presented. It is established that the resilience of Ukraine's monetary policy depends primarily on international financial aid.

There has been a shift from the priority of inflation targeting and a floating exchange rate in favour of monetary financing of the budget deficit. Although the enforced emission, amidst the fall in GDP and the increase in the budget deficit, increases inflation, devaluation is largely restrained at the expense of international credit and grant funds, which makes it possible to cover the losses of the NBU's foreign exchange reserves to support exchange rate stability.

It is noted that during the war, placing surplus liquidity in certificates of deposit has become banks' primary investment tool. Although the increase in the key rate led to a slight increase in deposits and government bonds rates, this action did not contribute to the transfer of household and business funds from demand deposits to time deposits and the activation of lending. Meanwhile, after a year of full-scale war, withdrawal of bank free liquidity began to be carried out not only through certificates of deposit, but also via administrative freezing at the expense of raising reserve requirements.

Among the priorities of the NBU's wartime monetary policy, the following are highlighted: ensuring financial stability within the execution of the state budget expenditures, expanding state lending programs, increasing the maturity of deposits, and preventing capital outflows. Combining of existing monetary regimes and instruments, and expanding the goals of Ukraine's monetary policy beyond price stability are substantiated.

Keywords: central bank, interest rate policy, FX interventions, refinancing, reserve requirements, certificates of deposit, domestic government bonds.

Cite this article: Shapoval Yu.I. Ukraine's monetary policy during the war and post-war periods. *Visn. Nac. Akad. Nauk Ukr.* 2023. (7): 79–85. <https://doi.org/10.15407/visn2023.07.079>