

Оксана Квасниця

к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів ім. С. І. Юрія,
Західноукраїнський національний університет, м. Тернопіль

Анна Михалік

студентка гр. ФФзм-21,
Західноукраїнський національний університет, м. Тернопіль

ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПРІОРИТЕТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВІЙНИ

В умовах ринкової економіки держава поряд із інструментарієм фіскальної політики, для регулювання економічних пропорцій, забезпечення стабільності валютно-курсової ситуації, стимулювання зайнятості та економічного зростання використовує інструменти монетарної політики. Провідними цілями монетарної політики виступають зміцнення купівельної спроможності національної валюти, утримання в безпечних межах інфляційних тенденцій, стабільність валютного курсу. Завдяки реалізації цих цілей формуються передумови для стабільного економічного розвитку та досягнення інших цілей державної політики.

Головну роль у реалізації монетарної політики відіграє Національний банк України, особливість діяльності якого в тому, що він поєднує повноваження щодо стратегічного та оперативного управління грошово-кредитною політикою. В основу монетарної політики має бути покладена довгострокова монетарна стратегія, на підставі якої розробляють та реалізують конкретні заходи щодо впливу на грошово-кредитні відносини відповідно до визначених пріоритетів розвитку. Для реалізації покладених на нього цілей Національний банк України використовує комплекс монетарних інструментів: облікову ставку, операції з рефінансування банківських установ, норми резервування (резервні вимоги), операції на відкритому ринку, а також валютні інтервенції.

Відповідно до того, які цілі монетарної політики постають на конкретному етапі трансформації економічної системи, розрізняють такі її типи, як експансію та рестрикцію. Монетарна експансія передбачає застосування комплексу заходів для збільшення пропозиції грошей в економіці, сприяння зниженню вартості кредитних ресурсів для стимулювання економічному зростанню. Водночас, у випадку, коли темпи економічного зростання є надто високими і загрожують втратою стійкості економічної системи, центральний банк проводить політику монетарної рестрикції, намагаючись за рахунок зменшення попиту на гроші та здорожчання кредитних ресурсів «охолодити» економіку. Найбільш дієвими заходами для цього є збільшення розміру облікової ставки, підвищення норм резервування для банківських установ та інші заходи щодо виведення «зайвих» ресурсів з економіки.

Параметри монетарної політики, специфіка застосування її інструментів для регулювання економічних процесів визначаються умовами, у яких перебуває країна на конкретному етапі свого розвитку. Як доводить практика, в умовах війни апробовані у мирний час методики впливу на економіку за допомогою

інструментів монетарної політики не завжди виявляються дієвими, що вимагає ґрунтовного аналізу та адаптації монетарної стратегії до умов невизначеності та безпекових ризиків. Валютні коливання, нестабільність інфляційної ситуації та негативні тенденції у ліквідності банківського сектору можуть бути спричинені не тільки диспропорціями в розвитку економіки, але й бути прямим наслідком бойових дій у країні. За цих обставин монетарна політика має бути адаптована до вимог складного конфліктного середовища, щоб підтримувати стабільність економічної ситуації й створити умови для пожвавлення економічної активності.

Оцінюючи монетарну політику у розрізі її складових, найперше звернемо увагу на реалії й результати цінової політики, завдання якої полягає у досягненні цінової стабільності, стримуванні інфляції, що в умовах воєнного періоду дає можливість захистити від знецінення доходи та накопичення громадян, а також стимулювати процеси довгострокового кредитування економіки. Для досягнення цілей цінової політики найчастіше застосовують такі інструменти, як інфляційне таргетування та встановлення гнучкого (плаваючого) курсу національної валюти. Суть інфляційного таргетування полягає у визначенні цільового річного орієнтиру інфляції (так званого таргету), якого Національний банк намагається досягти за підсумками року. Щодо гнучкого валютного курсу, то він передбачає визначення ціни національної валюти на підставі співвідношення між попитом і пропозицією валюти на валютному ринку, однак в межах певного «коридору». У випадку, якщо курсові коливання виходять за його межі, Національний банк здійснює валютні інтервенції, скуповуючи або продаючи валюту з власних резервів для утримання валютного курсу у визначених безпечних параметрах.

Слід визнати, що інфляційна крива залежить не тільки від дій Національного банку, але й від рішень економічної політики уряду, впливу інших чинників, в тому числі неекономічного походження. Зокрема, з початком повномасштабної війни в Україні спостерігалось різке підвищення інфляції, яка впродовж першого півріччя становила щомісячно від 2% до 4,5%, і навіть після різкого сповільнення інфляції у середині року, наступні місяці позначені поступальним підвищенням темпів зростання споживчих цін. За підсумками 2022 року рівень інфляції сягнув 126,6%, що стало найвищим значенням з 2015 року. У 2023 році спостерігалось падіння темпів інфляції до 5,1% у річному вимірі, а в літні місяці цього року навіть спостерігались дефляційні процеси. Поточний 2024 рік позначений невизначеною траєкторією зміни споживчих цін, період цінової стабільності січня-травня був змінений різким «стрибком» інфляції у червні. Головним чинником цього стало підвищення тарифів на електроенергію та інші послуги для акумулювання коштів на відновлення зруйнованої російськими обстрілами енергосистеми і підготовки її до осінньо-зимового періоду. Відповідно, уже на підсумках трьох кварталів 2024 року показник інфляції сягнув 6,5%, що перевищує річні значення 2023 року і свідчить про посилення інфляційних тенденцій (рис. 1).

Однак, рівень інфляції не свідчить об'єктивно про ефективність цінової політики центрального банку. Одним із його важливих завдань є прогнозування інфляційних тенденцій, що стає підґрунтям для макроекономічного планування в інших сферах, зокрема доходів бюджету, потреби у зовнішньому фінансуванні та

ін. На думку Б. Данилишина, інфляційне прогнозування НБУ за останні роки є вкрай незадовільним, що має деструктивний вплив на економіку та публічні фінанси [2]. Рівень інфляції є головним параметром для встановлення облікової ставки НБУ – мірила для визначення вартості кредитних ресурсів. Відповідно до прогнозів НБУ, рівень інфляції в Україні у 2023 році мав перевищити 20%, що було покладене в основу збереження високого рівня облікової ставки. Між тим, відмінність між прогнозованим і фактичним рівнем інфляції перевищила 15 в.п., тобто НБУ допустив неточність прогнозу на рівні понад 300%. Подібна ситуація, за словами Б. Данилишина, продовжилась і в 2024 році. Високі показники відхилення фактичних параметрів інфляції від передбачень НБУ змушують його багаторазово переглядати свої прогнози, що свідчить про системі прогалини у цій сфері відповідальності центрального банку.

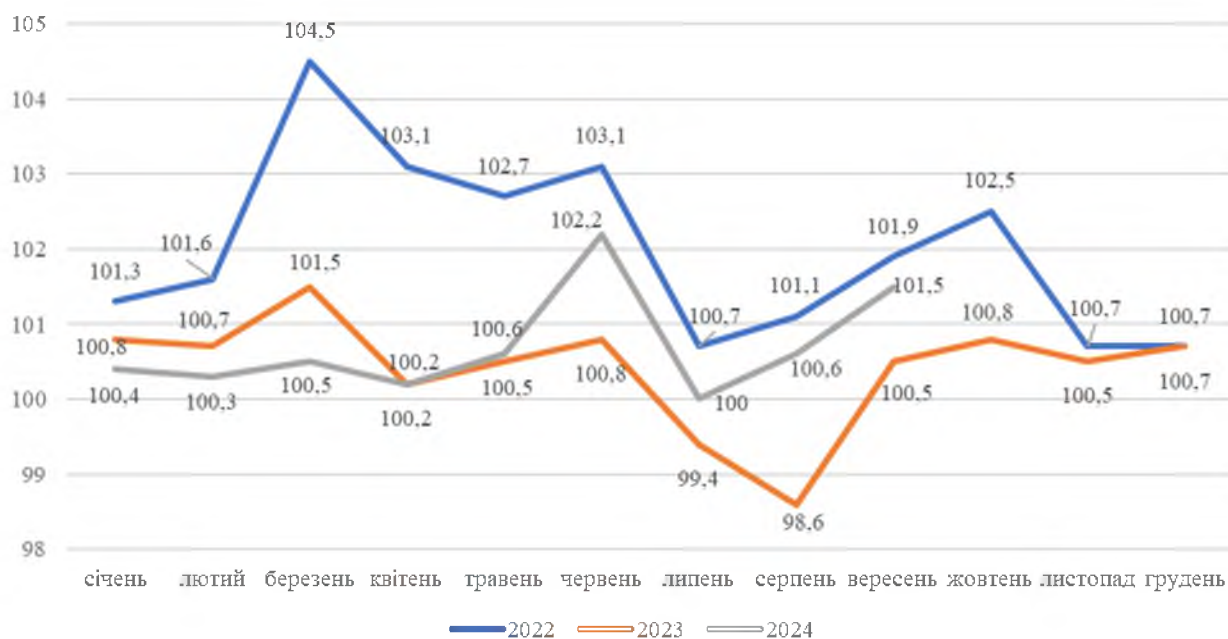


Рис. 1. Показники інфляції в Україні у 2022-2024 рр. у розрізі місяців, %
Джерело: побудовано за [3]

Низька якість прогнозування інфляційних тенденцій має дуже негативний вплив на макроекономічні процеси в Україні, стримує економічну активність і поглиблює кризові явища у сфері публічних фінансів. Наслідком прорахунків у складанні інфляційних прогнозів є утримання на високому рівні облікової ставки НБУ як орієнтира для доходності за державними цінними паперами, мірила вартості кредитних ресурсів у банківській системі. Завищення прогнозів інфляції спричиняє утримання занадто високих процентних ставок за позиками, збільшує дефіцит бюджету й потребу в зовнішніх запозиченнях та міжнародній фінансовій допомозі.

Зокрема, важливе місце у політиці формування бюджетних доходів має дія інфляційного податку, коли зростання цін збільшує надходження бюджетів від податків на споживання. У випадку, якщо фактичні показники інфляції надто відхиляються від прогнозів (як у 2023 році, коли при прогнозі інфляції на рівні 20% фактичний показник став всього 5,1%), уряд не може отримати очікуваних

доходів до бюджету, що поглиблює його дефіцит. Низькі темпи інфляції при збереженні високої облікової ставки також означають, що суб'єкти економіки не отримуючи «інфляційного» приросту доходів мають виконувати зобов'язання за дорогими позиками, ставка за якими визначена за орієнтиром – обліковою ставкою НБУ. Це поглиблює фінансові проблеми бізнесу.

Від облікової ставки НБУ як похідної від прогнозу інфляції в країні, прямо залежать витрат центрального банку за депозитивними сертифікатами, а також еластично – витрати на обслуговування позикових цінних паперів ОВДП. Нижчі за прогнозовані темпи інфляції означають, що уряд отримує менші доходи, але водночас має обслуговувати процентні витрати відповідно до високих ставок за державними борговими зобов'язаннями, визначених на основі облікової ставки НБУ. Отож, спостерігається подвійний негативний вплив неточних прогнозів інфляції на фінансове становище системи публічних фінансів. Якщо врахувати, що у воєнний час майже усі внутрішні невоєнні витрати бюджету покриваються за рахунок зовнішньої допомоги та залучених кредитних ресурсів, це вимагає збільшення їхніх обсягів. Через високий рівень доходності ОВДП (як наслідок високої облікової ставки НБУ) залучені до бюджету кошти перерозподіляються на виплату процентів за борговими зобов'язаннями уряду, а також «перетікати» через механізм депозитних сертифікатів до банківських установ. Рекордні обсяги прибутку банків у 2024 році через ці недоліки монетарної політики спонукали до впровадження новацій у системі оподаткування, а саме введення ставки податку на прибуток банківських установ на рівні 50%, що у 2,8 рази вище стандартної ставки податку.

Валютна політика як складова монетарної політики держави спрямована на забезпечення валютно-курсової стабільності, упередження значних коливань валютного курсу гривні, захист від знецінення грошових заощаджень населення та бізнесу. Головним джерелом ресурсів для проведення валютної політики є золотовалютні резерви НБУ, а провідним інструментом – валютні інтервенції на ринку при надмірних відхиленнях курсу гривні від меж валютного «коридору».

Золотовалютні резерви за період війни показують нестабільну траєкторію їхньої зміни: після різкого скорочення обсягу до 22,8 млрд дол. у червні 2022 року, активізація міжнародної фінансової допомоги з боку країн-партнерів дала можливість розвернути низхідний тренд валютних резервів, які до лютого 2023 року зросли до 28,9 млрд дол. США [1]. Укладення меморандуму про відновлення співпраці з МФВ та початок програми EFF дало можливість наростити валютні резерви країни до кінця 2023 року до рівня 40,5 млрд дол. США та продовжити їхнє накопичення у перші місяці 2024 року. Однак, перехід до більш гнучкої політики курсоутворення (політики керованої гнучкості валютного ринку) мав негативний вплив на золотовалютні резерви, які почали швидко зменшуватись і на кінець жовтня 2024 року становили 36,6 млрд дол (рис. 2). Це перевищує вимоги до фінансової безпеки, які передбачають покриття резервами 3-місячного обсягу імпорту, але тенденція до швидкого скорочення резервів є загрозливою.

На думку Б. Данилишина, політику НБУ у сфері курсоутворення можна визначити як незадовільну. За період війни Україна отримала від міжнародних

партнерів 82,5 млрд дол. США зовнішньої допомоги, з яких більше 60 млрд дол було спрямовано на підтримку стабільності валютного курсу [2]. Передчасне введення гнучкого режиму керованої гнучкості валюти спричинило зростання обсягів втрати валютних резервів НБУ від 1-2 до 2-3 млрд дол. на місяць через зростання показників валютних інтервенцій. Водночас, збільшились обсяги обігу готівкової валюти за межами банківської системи, на початок 2024 року вони оцінювались на рівні 120 млрд дол. США. Однак, як зазначає Б. Данилишин, «якщо НБУ припинить продавати на ринку валюту, отриману від зовнішніх донорів, відбудеться швидка та глибока девальвація гривні навіть за аномально високих процентних ставок» [2], оскільки відсутні фундаментальні чинники забезпечення валютної стабільності. В умовах, коли основну роль у надходженні валюти в країну відіграє фінансова допомога від країн партнерів, а зовнішньоторговельне сальдо глибоко від'ємне (понад 29 млрд дол. США у 2023 році), зняття валютних обмежень та лібералізація формування валютного курсу є неприйнятними.

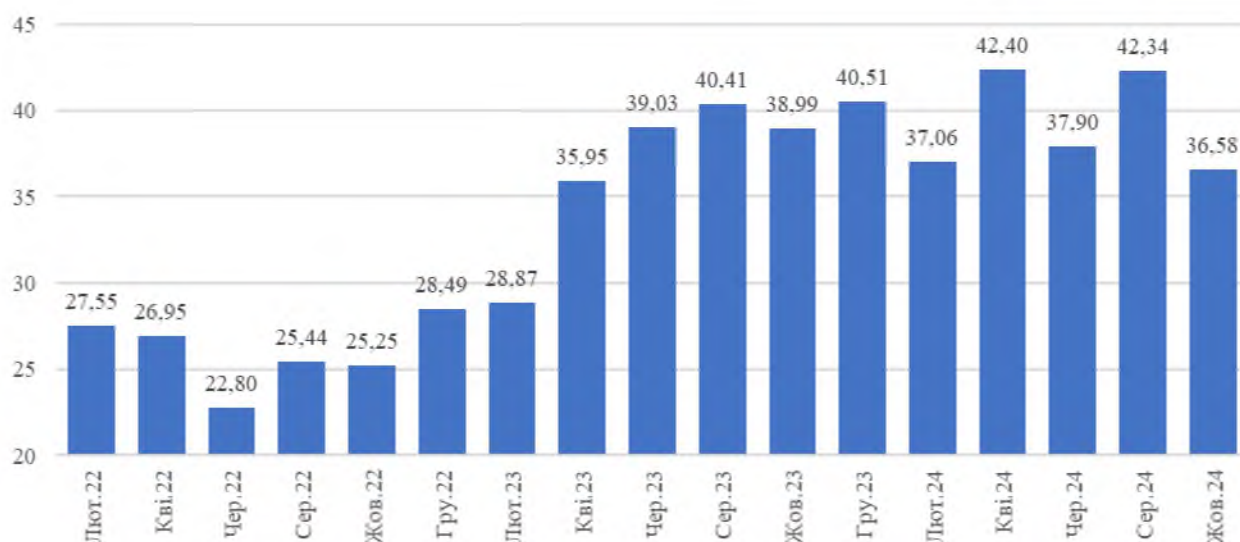


Рис. 2. Динаміка золотовалютних резервів Національного банку України у 2022-2024 рр., млрд дол. США

Джерело: побудовано за [6]

Важливим аспектом монетарної політики є також забезпечення стійкості банківської системи та стабільності її роботи в умовах зовнішніх шоків. У перші дні повномасштабної війни НБУ було прийнято ряд рішень, що дали можливість забезпечити роботу банківської системи щодо обслуговування клієнтів у нових умовах, гарантувати функціонування мережі банкоматів. Однак, курс гривні по відношенні до іноземних валют було зафіксовано, припинено роботу валютного ринку [7]. Гарантування стабільної роботи банківської системи в умовах війни зняло панічні настрої населення та підвищило довіру до НБУ. Уже з середини 2022 року НБУ почав поступово скасовувати жорсткі обмеження на валютному ринку та щодо діяльності банківських установ.

Водночас, в рамках гармонізації законодавчої бази регулювання діяльності банківської системи з вимогами країн ЄС у 2024 році передбачено новації в

організації корпоративного управління у банківських установ, а саме введення трирівневої структури капіталу банку [5]. Поряд з цим, у середині 2023 року НБУ повернув практику моніторингу стійкості банків та банківської системи. Вона засвідчила загалом ефективне управління банківськими активами, адекватність оцінювання банками кредитних ризиків, виконання вимог щодо достатності та адекватності капіталу.

Одним з головних викликів монетарної політики в Україні в умовах війни є активізація кредитування економіки для підтримання економічного зростання. Однак, збереження високого рівня облікової ставки НБУ нібито для утримання валютно-курсової стабільності зумовлює зростання реальної вартості кредитних ресурсів для бізнесу до 14% у річному вимірі. Наслідком цього є скорочення масштабів кредитування економіки, яке за 2023 рік знизилось з 20% до 15% від ВВП. Банківські установи більш зацікавлені бути учасниками ринку державних запозичень, що забезпечує високий рівень доходу при низьких ризиках. Через відсутність альтернативних механізмів залучення ресурсів (фондовий ринок та ін.) бізнес змушений обмежувати програми розвитку, що стримує відновлення вітчизняної економіки у складний період державотворення.

Список використаних джерел:

1. Горин В. П., Квасниця О. В., Романків А. А. Тенденції фінансування бюджетного дефіциту та пріоритети боргової політики України в умовах війни. *Ефективна економіка*. 2023. №9. URL: <https://www.nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/2152/2179>
2. Данилишин Б. Монетарна політика НБУ: наслідки для економіки і країни. *Економічна правда*. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2024/05/10/713511/>
3. Індеси інфляції в Україні. Інформаційно-аналітичний портал Minfin.com.ua. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>
4. Методологія наукових досліджень: навч. посіб. / В. М. Булавинець, В. П. Горин, О. В. Квасниця [та ін.]; за ред. В. П. Горина. Тернопіль: Осадца Ю. В., 2023. 170 с. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/handle/316497/49323>
5. Оновлено вимоги до структури капіталу банків. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/onovleno-vimogi-do-strukturi-kapitalu-bankiv>
6. Офіційні міжнародні резерви України. Інформаційно-аналітичний сайт Minfin.com.ua. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/assets/2024/>
7. Про роботу банківської системи та валютного ринку з 24 лютого 2022 року в умовах воєнного стану по всій території України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pro-robotu-bankivskoyi-sistemi-ta-valyutnogo-rinku-z-24-lyutogo-2022-roku-za-umovi-voyennogo-stanu-po-vsiy-teritoriyi-ukrayini>