

УДК 336.74:338.124.4

Осика О.В.¹¹ асп. Державного торговельно-економічного університету

ДЕТЕРМІНАНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Повномасштабна агресія радикально змінила середовище монетарної політики, а порушені виробничо-логістичні ланцюги, енергетичні шоки, Під впливом високої невизначеності та підвищення премії за ризик канали передавання монетарних імпульсів і пріоритетність цілей Національного банку України зазнали суттєвих змін. В умовах воєнного стану класичне таргетування інфляції тимчасово поступилося триєдиному пріоритету, а саме стабілізації очікувань, утриманню курсової рівноваги та забезпеченню безперервності платежів. Український досвід ілюструє, що на даному етапі монетарна політика потребувала швидких рішень, а саме негайної фіксації офіційного курсу, суворих валютних обмежень і перенесення акценту з ключової ставки на валютні інтервенції як головного інструменту стабілізації доки суспільство не матиме чітких і стабільних уявлень про те, як змінюватимуться курс і ціни. Саме так Національний банк України 24 лютого 2022 року зафіксував курс і ввів жорсткі валютні обмеження, прямо вказуючи на тимчасовий характер цих кроків, у перші місяці війни роль основного інструмента перейшла до інтервенцій, тоді як ключова ставка на тлі екстремальної невизначеності тимчасово втратила свою ефективність.

Наступним етапом кризової монетарної відповіді є відновлення керованості очікувань через процентний канал та встановлення зрозумілого рівня дохідності за гривневими заощадженнями. З цією метою НБУ здійснив різке підвищення облікової ставки до 25% із 3 червня 2022 року, поєднавши жорстку позицію щодо облікової ставки з активною стерилізацією надлишкової ліквідності, аби утримувати заощадження в гривні; далі ставка утримувалася на високому рівні понад рік із поступовою нормалізацією операційного дизайну. Така облікова ставка, доповнена узгодженням кривої дохідності державних паперів і параметрів інструментів абсорбції, відновлює трансмісію через депозитно-кредитний канал і дає часовий люфт для адаптації курсового режиму. Саме стабільний рівень облікової ставки, разом з операціями з ліквідністю, поступово забезпечували перехід від фіксації до керованої гнучкості, що знижувало собівартість резервної політики та повертало ринкові сигнали, не допускаючи панічних хвиль попиту на інвалюту. Хронологія й логіка цих рішень відображені у відповідних комунікаціях НБУ та незалежних оглядах, а саме - підвищення ключової ставки до 25% у червні 2022 року, збереження жорсткої позиції влітку 2022-го та модернізація операційного середовища (у т.ч. зближення/узгодження ставок за інструментами) у 2023 році [1; 2].

Поступово в Україні розпочався перехід до керовано-гнучкого курсу та повернення до повноцінного таргетування інфляції. Коли резервна позиція достатня, очікування стабілізовані, а готівковий/безготівковий валютні сегменти збалансовані, фіксований курс поступається місцем режиму керованої гнучкості з симетричними інтервенціями та прозорою дорожньою картою лібералізації валютних обмежень. В Україні цей перехід відбувся 3 жовтня 2023 року, у межах Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. На думку МВФ та інших партнерів, збереження керовано-гнучкого курсу підвищує стійкість економіки, якщо лібералізація валютних обмежень відбувається поетапно і без монетарного фінансування дефіциту. Зовнішня підтримка (Розширений механізм фінансування МВФ, програми ЄС/Світового банку) слугувала додатковою опорою для резервів і водночас стимулювала дотримання чітких правил, що допомогло НБУ самостійно приймати рішення щодо ставки, курсу та інтервенцій [3; 4].

Узагальнюючи детермінанти монетарної політики в умовах воєнного стану, доцільно виділити декілька груп чинників [5]. По-перше, безпекові чинники (інтенсивність бойових дій, атаки на енергетичну інфраструктуру, операційні ризики платіжних систем), які визначають потребу в безперервності платежів, запасах готівки та запасних каналів і майданчиків роботи (офлайн-платежі, дублювання дата-центрів у різних регіонах). По-друге, курсово-платіжні (експортна виручка, офіційне фінансування, приватні перекази, імпорт критичних товарів та енергоносіїв), що впливають на конфігурацію курсового режиму, частоту та обсяг інтервенцій а також послідовність кроків із лібералізації контролів. По-третє, фіскально-боргові (профіль дефіциту/запозичень, валютність боргу, синхронізація графіків ОВДП з ліквідністю банківського сектору) і є критичними для уникнення фіскальної домінантності й витіснення приватного сектору. По-четверте, банківсько-ліквідні (концентрація залишків, структура депозитів, мультиплікатор), що визначають конфігурацію коридору ставок, масштаби вилучення (абсорбція) надлишкової гривневої ліквідності з банківської системи та параметри рефінанс-вікон. І нарешті, поведінкові та очікування (попит на готівку/валюту, «тихі гавані» на кшталт золота/крипто, реакція на новини), які зумовлюють інтенсивність комунікацій і підтримку позитивної реальної дохідності гривневих інструментів. Усі ці блоки детермінант є взаємозалежними. Для прикладу, високі екзогенні ризики підвищують премію за ризик, ослаблюючи процентний канал і роблячи курсовий канал домінантним, у відповідь центральний банк зберігає стабільні правила щодо ставок і зменшує надлишок грошей в обігу щоб мінімізувати перетік у валюту, паралельно відкриваючи керовану гнучкість курсу зі зрозумілими правилами гри. Порівняльні аналітичні огляди (BIS/центральні банки ЄС) і

кейс-стаді України підкреслюють що зтяжна фіксація без чіткої стратегії виходу породжує тіньові премії та доларизацію, тоді як керовано-гнучкий режим із адекватними резервами та ринковою дохідністю в національній валюті краще балансує між стабільністю та ефективністю.

Умови воєнного стану зумовлюють не стандартний вибір між «жорсткою» та «м'якою» політикою, а адаптивне управління ризиками із чіткою послідовністю інструментів. Український досвід підтверджує універсальність поетапного підходу, за якого на початковій фазі пріоритет надається стабілізації очікувань через валютні інтервенції та фіксацію або жорстке керування обмінним курсом, на наступній фазі відновленню дієвості процентного каналу шляхом утримання ключової ставки на рівні, що забезпечує привабливість інструментів у національній валюті, та узгодженню ринкової кривої дохідності, на завершальній фазі інституційному закріпленню правил через прозору стратегію керованої гнучкості курсу, поетапну лібералізацію валютних обмежень і планове повернення до режиму інфляційного таргетування. Така послідовність мінімізує втрати добробуту, підтримує макрофінансову рівновагу та формує умови для післявоєнної нормалізації монетарної політики.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Національний банк України. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу, що посилить стійкість валютного ринку та економіки : пресреліз, 02.10.2023. URL: <https://bnk.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuye-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>
2. Національний банк України. Підвищено облікову ставку до 25% : повідомлення, 02.06.2022. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25>
3. Національний банк України. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування : офіц. документ (Q&A + файл стратегії), 29.06.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/liberalization> ; файл: <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ>
4. Національний банк України. Як працює монетарна політика під час війни? : презентаційні матеріали для ЗМІ, 30.08.2023 (PDF). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MP_during_the_war_for_journalists_pr_2023-09-01.pdf
5. Національний банк України. Валютний ринок: основні тенденції (листопад 2023) : аналітична записка, 01.11.2023 (PDF). URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FX_market_15.11.2023.pdf