



<https://doi.org/10.15407/eip2022.04.109>

УДК 330.101.541:330.33

JEL: E30, E31, E32, E37

**Світлана Брус<sup>1</sup>**

**Анатолій Дробязко<sup>2</sup>**

### **ЧИННИКИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ: СВІТ ТА УКРАЇНА В УМОВАХ ВОЄННОЇ АГРЕСІЇ**

*Починаючи із загальносвітової пандемічної кризи, наслідками якої стали розрив логістичних ланцюжків та призупинення роботи ряду секторів економіки, світова економіка зазнає дедалі більших втрат. Повномасштабна російська агресія проти України та уведення багатьма країнами санкцій проти РФ перетворили глобальну економіку на ще більш нестабільну та проблемну. У світі накопичуються макроекономічні проблеми, які спостерігатимуться у довгостроковому вимірі.*

*У статті розглянуто вітчизняну фінансово-грошову сферу від початку російської агресії проти України у 2014 р. та на тлі постпандемічної світової кризи COVID-19. У перші місяці війни Україна – з малою відкритою сировинною економікою – утримала стабільність грошового обігу та не допустила паніки на фінансових ринках, на противагу 1998, 2008 та 2014 рокам.*

*Повномасштабна війна продовжила економічну кризу, до якої призвела епідемія COVID-19. Взаємовплив цих кризових обставин поглиблює дисбаланси у економічній та фінансовій системах як світу, так і у вітчизняних. Як прояви кризи у статті розглядаються процеси розриву ланцюгів постачання товарів і сировини, негативний вплив на платоспроможність підприємств за рахунок зменшення попиту, з іншого ж боку – уряди фінансовими вливаннями запобігають швидкому банкрутству нежиттєздатних фірм задля збереження зайнятості – й наражають економіки на нові види ризику.*

<sup>1</sup> **Брус, Світлана Іванівна** – канд. екон. наук, провідний науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" (вул. П. Мирного, 26, Київ, 01011, Україна), ORCID: 0000-0001-5373-273X, e-mail: vetusya37@gmail.com

<sup>2</sup> **Дробязко, Анатолій Олександрович** – канд. екон. наук, провідний науковий співробітник відділу координації бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики НДФІ ДНУ "Академія фінансового управління" (бульв. Дружби народів, 38, Київ, 01014, Україна), ORCID: 0000-0002-0453-0709, adrobayzko@ukr.net



*Окреслено очікуваний перебіг процесів у вітчизняній фінансовій системі за тривалого продовження війни та відповідних макроекономічних втрат і невизначеності. Наведено рекомендації щодо заходів, яких необхідно терміново вжити задля підтримки банківського сектора з метою підвищення його ліквідності та платоспроможності в умовах, що склалися у 2022 р.*

*Відзначено, що у боротьбі з інфляцією потрібно зважати на факт зростання цін на енергоносії, розрив логістичних ланцюгів товаровиробників, зменшення експортної виручки, збільшення цін на товари критичного імпорту. Антиінфляційні заходи в таких умовах можуть призвести до економічної стагнації та згортання внутрішнього виробництва.*

**Ключові слова:** грошово-кредитна політика, валютно-курсова політика, економічні реформи

Повномасштабна війна, розгорнута Росією проти України у 2022 р., уже привела до кардинальних змін безпекової доктрини у світовій політиці. Україна, що опинилася в епіцентрі цих змін, постала перед екзистенціальними викликами. Тож фахівцям фінансового сектора України доведеться по-новому оцінити підходи до монетарної й бюджетної політики, що реалізується в умовах макроекономічної невизначеності країни, що перебуває в умовах війни. Уряду необхідно насамперед забезпечити потреби армії та оборони й інші – пов'язані із соціальними проблемами у суспільстві, адже гостра нестача ресурсів, згортання виробництва, розрив логістичних ланцюгів призводить до їх збільшення.

В умовах триваючих воєнних дій розвиток економічних процесів спрогнозувати неможливо, і у монетарної влади виникає проблема вибору між сценаріями поганим і дуже поганим. Ця політика потребує аналізу задля прийняття подальших виважених рішень і застосування можливих оптимальних дій з метою узгодження економічної та грошово-кредитної політики в умовах війни.

**Метою статті** є виявлення основних суперечностей грошово-кредитної політики України, що виникли за період пандемії COVID-19 та воєнного стану, і розроблення рекомендацій щодо можливих дій регуляторів стосовно їх подолання, підвищення ефективності грошово-кредитної підтримки економіки в умовах повномасштабної війни РФ проти України.

Провідні західні економісти та науковці у своїх публікаціях останнього часу приділяли багато уваги визначенню природи останніх економічних криз та ефективності політики центробанків щодо їх подолання. Публікації таких вчених, як Р. Болдвін, В. Мауро [1], С. Рілей [2], В. Папава [3], Ж. Боон [4], Дж. Стігліц [5, 6], Дж. Сакс [7], Д. Родрік [8], Дж. Прайд [9], Д. Марин [10], С. Роач [11], К. Рогов [12], М. Спенс [13] присвячені саме цій темі.



Якщо у 2020–2021 рр. провідні світові експерти були сконцентровані на вивченні непрогнозованих наслідків широкомасштабної пандемії COVID-19 [14], яка, у свою чергу, запустила новий виток світової економічної кризи, що розпочалася з 2008 р. [1], то у 2022 р., з початком широкомасштабної російської воєнної агресії проти України та уведенням безпрецедентних санкцій проти країни-агресора, перед світовою економікою постали нові виклики – найбільша за останні 50 років енергетична криза та криза нестачі продовольства на світових ринках. Для зупинення швидкого поширення пандемії COVID-19 уряди провідних країн обрали тактику обмеження прямих контактів між людьми, що в свою чергу мало економічні наслідки, такі як призупинення роботи низки секторів економіки [2, 15] та втрата логістичних економічних зв'язків. Повномасштабна війна, яку Росія розв'язала проти України у лютому 2022 р., має наслідки у вигляді збільшення капіталовкладень у світову систему виробництва зброї, а також стимулює пошук шляхів подолання енергетичної кризи та кризи дефіциту продовольства.

Для подолання пандемічної кризи у 2019–2021 рр. більшість урядів провідних країн використовувала заходи, якими послуговувалася для подолання кризи 2008 р. Але поточна криза має іншу економічну природу. Широкі фінансові вливання ("гвинтокриле роздавання грошей"), які були проведені в період поточної кризи разом зі зростанням споживчої інфляції, закладають передумови для виникнення нових локальних криз на фінансових ринках.

Зростання інфляції майже в усіх розвинених країн у 2021 та 2022 роках показало, що використати досвід глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр. для гальмування наслідків подальших економічних криз повною мірою неможливо, оскільки перша була типовою економічною кризою, тоді як другі – кризи, нетипові за своєю природою [3]. Тим не менш, у 2020 та 2021 роках уряди застосовували ті ж самі антикризові заходи (зменшення соціального навантаження на населення та надання фінансової підтримки бізнесу), які активно використовувалися під час кризи 2008–2009 рр.

У 2019–2021 рр. для подолання наслідків пандемічної кризи уряди в основному використовували грошово-кредитні та фіскальні інструменти для підтримки населення та компаній. Зокрема, для фінансової підтримки бізнесу застосовувалося уведення податкових пільг для фірм, відстрочення погашення банківських боргів, надання бюджетних субсидій тощо. Іншими словами, компаніям надавався такий вид допомоги, що пом'якшив би проблему втрати їх платоспроможності. У докризовий період використовували інструменти санації та виведення з ринку неплатоспроможних підприємств. Саме такі дії були основними у розвинених ринкових економіках і мали запобігти розвитку системних економічних криз.



Аналізуючи заходи монетарної влади щодо вирішення проблеми, пов'язаної з високою інфляцією, необхідно зрозуміти її основні причини. Зокрема, потрібно з'ясувати, із чим ми маємо справу – зі зростанням попиту або із падінням пропозиції і чи можлива комбінація цих двох чинників [8]. Тільки визначивши справжню причину цієї інфляції, можна правильно обрати методи боротьби із цим негативним явищем [5].

Багато вчених зі світовими іменами констатують протилежні тенденції, світ стикається з поєднанням зростання попиту та падіння пропозиції, за якого останнє домінує. Деяке зростання попиту було викликано прямими державними видатками для соціально незахищених громадян та підтримкою корпоративного бізнесу, які постраждали від пандемії COVID-19.

Тим не менше, за позицією ряду світових вчених, падіння пропозиції зіграло ненабагато більшу роль у збільшенні інфляції. Причина цього – падіння глобальних ланцюгів поставок товарів, викликане блокуванням функціонування окремих секторів економіки заради обмеження можливості поширення вірусу. До середини 2021 р. існувало помилкове уявлення про короткострокові вузькі місця зменшення пропозиції [9], але вже восени 2021 р. стало очевидно, що ми маємо справу з фактичним колапсом світової виробничої системи.

На сьогодні на збільшення інфляції в багатьох країнах (особливо в європейських) вплинула війна в Україні, блокування Росією портів чорноморського регіону та розширення санкцій проти РФ через розв'язання нею війни, що іще збільшило масштаб розірвання ланцюгів поставок.

Викликані пандемією порушення глобальних ланцюгів поставок [10] суттєво вплинули на погіршення ситуації у світовій економіці. Очевидно, що деглобалізацію різних секторів економіки в результаті глобального карантину та війни викликало розірвання ланцюгів поставок товарів і комплектуючих або сповільнення руху в них [16]. Зриви у глобальних ланцюгах поставок порушують глобальні технологічні цикли виробництва, що призводить до зниження рівня виробництва та продуктивності праці. Стало зрозуміло, що бізнес повинен вкласти значні капіталовкладення у нові виробничі потужності в юрисдикціях, які раніше вважалися не вигідними з точки зору податкових режимів.

Інфляція, викликана економічною кризою пандемії COVID-19 та війною, в основному є інфляцією недовиробництва. А блокування Росією поставок зерна на світові ринки може не тільки викликати збільшення цін на продовольчі види товарів та енергоносії, а й призвести до голоду у ряді країн Африки та Азії. У цьому випадку виникає питання, чи можуть центральні банки вирішити проблему ланцюга поставок? Очевидно ні, оскільки центральні банки не мають інструментів для збільшення виробництва шляхом оновлення старих або створення нових глобальних ланцюгів поставок. Іншими словами, проблема ланцюга поставок не є інструментальною і не вирішується інструментами центральних банків.



Суть помилки центробанків у тому, що вони не розуміли економічної причини високої інфляції 2020–2021 рр. і вважали це макроекономічною проблемою [11]. В реальності, як зазначалося, проблеми в ланцюгах поставок є очевидними. Сприймаючи інфляцію як макроекономічну проблему, центральні банки почали підвищувати відсоткові ставки, щоб обмежити попит. Але тим самим вони призвели до здорожчання кредитів, що надалі негативно впливатиме на виробництво і, як наслідок, викличе обмеження пропозиції. На жаль, прийнявши таке невиправдане рішення щодо відсоткових ставок, центральні банки підвищили можливий рівень "зомбування" економіки, що і так страждала від розірвання виробничих ланцюгів [12].

Рішення поточної проблеми ланцюга поставок повністю залежить від належного функціонування глобальної економіки, що має будуватися на основі оновленого контексту глобалізації у постпандемічний період [13]. Зважаючи на принцип економічної ефективності, створення нових глобальних ланцюгів поставок має врахувати ризики, пов'язані не тільки з пандемією COVID-19, а й із можливим виникненням нових глобальних загроз. Зовсім не виключено, що частину виробництва буде перенесено до тих країн і регіонів, де витрати виробництва значно зростуть. Як результат, вирішення проблеми ланцюга поставок призведе до нового зростання інфляції, яку економісти називають інфляцією, що стимулюється витратами.

Інфляція, пов'язана з витратами, є ще однією причиною інфляції недовиробництва. У 2022 р. ця криза поглиблюється проблемами зменшення поставок товарної продовольчої продукції на світові ринки. Виходить, що налагодивши ланцюг поставок, можна отримати інфляцію, що підштовхує витрати. Тобто одна з причин інфляції недовиробництва змінюється іншою. Головною економічною темою постпандемічного світу має стати економічне зростання, розширення пропозиції та підвищення продуктивності праці [17], що неможливе при застосуванні центральними банками високої ціни на національні гроші, тобто високих ставок рефінансування.

В Україні інфляційний тиск на економіку проявився ще до початку воєнної агресії 2022 р. У 2021 р. та на початку 2022 р. збільшення інфляції в Україні спостерігалось як у споживчому секторі, так і, особливо, в секторі товаровиробників унаслідок здорожчання імпоротної сировини та комплектуючих. Задекларований НБУ в "Основних засадах грошово-кредитної політики на 2021 р. і середньострокову перспективу" [18] рівень інфляції на споживчому ринку не був витриманий ще у довоєнний період. Одним із головних важелів інфляційного тиску стало зростання цін на товари критичного імпорту, на який монетарна влада не має можливості впливати.

У період пандемії 2019–2021 рр. центральні банки провідних країн розпочали процес стимулювання власної економіки, використовуючи монетарні інструменти, а уряди ввели фіскальні стимули, що збільшило грошову пропозицію на ринках їхніх країн. Також світовий інфляційний



стрибок був пов'язаний зі сплеском цін на енергоносії, що відбувся у другій половині 2021 р. і розпочався разом із виходом економік із кризового періоду. Крім того, інфляційний тиск спричинила поведінка РФ на європейському енергетичному ринку, зокрема блокування нею торгівлі у чорноморському регіоні.

Монетарна політика НБУ до початку повномасштабного вторгнення мала тенденції, схожі з монетарною політикою світових центробанків. Згідно із "Основними засадами грошово-кредитної політики на 2021 рік і середньострокову перспективу" Національний банк України у 2021 р. проводив помірну жорстко консервативну політику, впливаючи на ціну грошей на внутрішньому ринку збільшенням облікової ставки з 6% до 9 і до 10% у лютому 2022 р. Це рішення у довоєнний період було спрямоване на нівелювання впливу додаткових інфляційних ризиків, з метою поліпшення інфляційних очікувань і забезпечення стійкого зниження інфляції до цілі 5% +/-1% у середньостроковій перспективі.

На стримування інфляційних процесів в Україні у 2021 р. впливало зміцнення обмінного курсу національної валюти за рахунок збільшення сільськогосподарського експорту, що забезпечило поліпшення стану рахунку поточних операцій. Інфляційні ризики стримувалися НБУ за рахунок політики зміцнення обмінного курсу гривні протягом 2021 р. у діапазоні від 3,5 до 6,9%. Валютно-курсова політика "гнучкого курсу" разом із політикою інфляційного таргетування НБУ гальмувала ціни на імпортовані товари й енергоносії та утримала інфляцію на споживчому ринку в діапазоні 10% у річному вимірі. Але вона негативно вплинула на темпи економічного зростання і доходи експортерів.

З початком воєнних дій у 2022 р. НБУ прийняв низку рішень, які були можливі тільки в умовах воєнного стану. Врахувавши попередні помилки, Національний банк своїми рішеннями зумів втримати валютний курс, зупинив панічні дії на валютному ринку та обмежив виведення клієнтами коштів з банківської системи. Тобто рішення НБУ стосовно введення обмежень на валютному ринку можна вважати своєчасними та вдалими. Зокрема, в прискореному режимі 24 лютого 2022 року НБУ приймає постанову № 18, якою вводить такі обмеження:

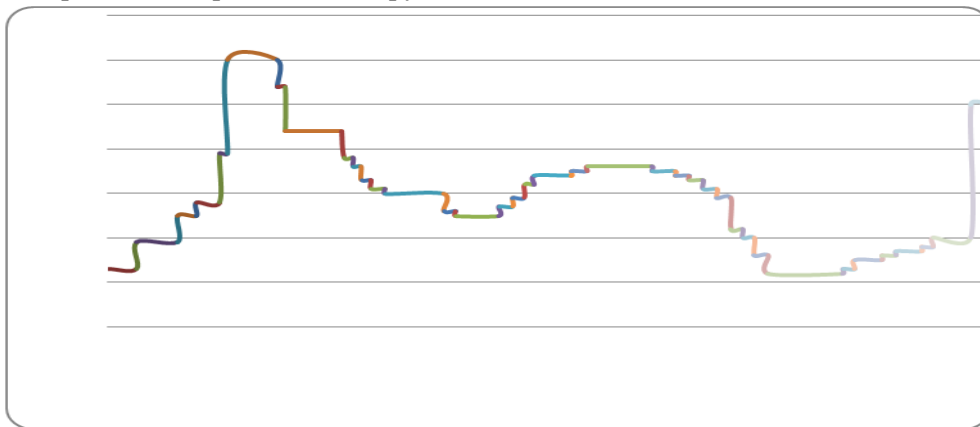
- призупиняє роботу валютного ринку, крім продажу валюти клієнтам;
- фіксує курс на дату прийняття постанови;
- обмежує зняття готівки;
- забороняє видачу готівкових коштів з рахунків клієнтів та ін.

НБУ в перші місяці повномасштабної війни залишив облікову ставку на рівні 10% та зафіксував валютний курс. Також було прийнято рішення про можливість фінансування дефіциту бюджету та військових витрат напряму – через купівлю НБУ військових облигацій. Такі дії можна вважати виправданими, оскільки в умовах воєнного стану НБУ є єдиною інституцією,



спроможною покрити касові розриви, які виникають у Міністерства фінансів при фінансуванні дефіциту бюджету.

З часом фіксація обмінного курсу гривні призвела до накопичення інших негативних явищ, наприклад, розриву різниці ціни на валюту між готівковим і безготівковим ринками. НБУ повернувся до практики "позитивної відсоткової ставки" і у червні 2022 р. різко збільшив облікову ставку до 25% (див. рис. 1). Приймаючи таке рішення, НБУ керувався логікою зміни монетарних підходів до управління економікою та поверненням до ринкових інструментів.



**Рис. 1. Динаміка облікової ставки НБУ 2000–2022 рр., %**

*Джерело:* за даними НБУ (URL: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)).

Збільшенню облікової ставки передували такі процеси, як: зростання інфляції в травні до 21,5% (рік до року), погіршення строкової структури депозитів, збільшення цінового тиску, збільшення попиту на валютному ринку. Рішення НБУ щодо збільшення облікової ставки разом із коригуванням офіційного валютного курсу повинно було вирівняти ситуацію та забезпечити макрофінансову стабільність. Таке рішення дало можливість втримати валютний курс у межах коридору без значних сплесків та стабілізувати інфляцію в межах прогнозованої.

Для України в умовах триваючої війни макроекономічна ситуація погіршуватиметься, зважаючи, що темпи інфляції у березні–травні 2022 р. зросли до 16,4% проти 10% за результатами січня, у вересні інфляція зросла до 21,8%. За прогнозами НБУ інфляція у 2022 р. становитиме близько 30%. На початку літа почали відновлюватися бізнес у відносно спокійних регіонах та налагоджуватися логістика експортно-імпортних потоків. Слід відзначити вчасне рішення і позитивний вплив на ситуацію щодо державних гарантій на банківські депозити та зміни у вимогах НБУ щодо розрахунків резервів за активними операціями.

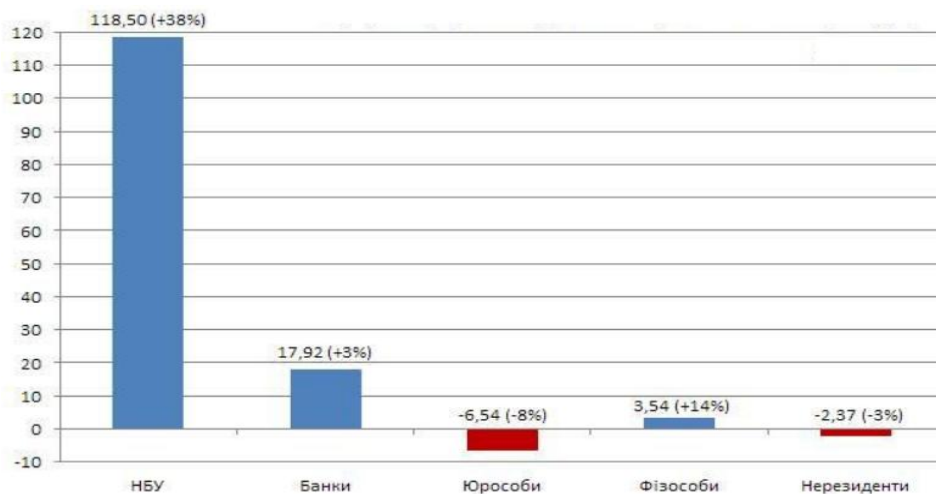


Потрібно зазначити, що різке підвищення облікової ставки у червні до 25% має як прихильників, так і критиків. Головний аргумент критиків підвищення облікової ставки – економіка втрачає доступ до кредитних ресурсів. Банківська система згортає кредитні програми із міркувань захисту коштів вкладників унаслідок воєнних дій. Слід сказати, що інституційно фінансова система України 2022 р. витримала перший шок, забезпечила безперебійний грошовий обіг як у банківському, так і в бюджетному секторі, монетарній владі завдяки прийнятим рішенням вдалося запобігти паніці на грошовому ринку. Про це свідчить поведінка юридичних і фізичних осіб на фінансових ринках.

Поточний рівень облікової ставки нижчий за той, що мав місце у 2015 р. або на початку 2000-х років. НБУ, незважаючи на шквал критики, що така політика призведе до призупинення кредитних процесів і негативно вплине на кредитування, доводить, що це рішення не матиме таких наслідків для кредитування. НБУ вважає, що в умовах воєнного стану комерційні банки не ризикують збільшувати кредитний портфель. Банківська система надає кредити в основному під державні гарантії та урядові компенсації, а такі програми в основному доступні для державних банків. Останні пропозиції уряду щодо розміщення ОВДП за низькими ставками викупував в основному НБУ (див. рис. 2), що означає пряму дотацію бюджету емісійними грошима, що напряму підвищують інфляційні ризики.

При цьому, якщо аналізувати економічний вплив такого одномоментного підвищення облікової ставки в 2,5 рази, то його ефект для економіки залишається невеликим. Богдан Данилишин, аналізуючи економічні та монетарні наслідки цього рішення, констатує, що "монетарна трансмісія за кожним із каналів була слабкою, що обумовлювалося як факторами традиційно низької посередницької активності банків, так і неринковими чинниками, викликаними війною" [19]. За останні чотири місяці не спостерігається суттєвого підвищення за депозитними ставками – як для фізичних, так і для юридичних осіб, що в свою чергу не дало банкам змоги наростити депозитний портфель. Зменшились обсяги банківського споживчого кредитування та кредитування бізнесу. У структурі торгів на фондових біржах України з початку року продовжують домінувати боргові інструменти, портфель ОВДП у банківській системі зростає (див. рис. 2), а ставки за новими випусками ОВДП не мають суттєвої залежності від облікової ставки, адже під час війни збільшення державного боргу через зростання військових витрат не має інших каналів фінансування, окрім емісійного.





**Рис. 2. Приріст портфеля ОВДП у період з 24.02.2022 по 03.06.2022, млрд грн**

Джерело: за даними НБУ (URL: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)).

В українському експертному середовищі триває дискусія щодо застосування Національним банком України інструментів монетарної політики в умовах збройного конфлікту з непередбачуваними наперед макроекономічними чинниками. У тріаді приросту монетарної бази, управління обліковою ставкою й управління обмінним курсом національної валюти безліч змінних, які не піддаються моделюванню в період активних бойових дій і повної залежності від джерел фінансування. Перехід НБУ в лютому до практики фіксованого офіційного обмінного курсу на рівні 29,25 UAH/USD з обмеженнями на валютному ринку таких суперечок не викликав.

За травень фізичні особи забрали із банківської системи у гривні лише -1,3%, тоді як з початку року залишки на рахунках коштів у гривні збільшилися на +12,9% млрд грн. Зрозуміло, структура коштів фізичних осіб погіршується – майже 20 млрд грн зі строкових перейшли на поточні рахунки. У валюті фізичні особи на початку року забрали із банківської системи 940 млн дол. США (-11,9%) та 92 млн євро (-5,6%). Враховуючи кількість біженців (за різними оцінками, майже 7,5 млн осіб), які за цей період виїхали за кордон, та внутрішньо переміщених осіб, яких кількісно значно більше, можна говорити про те, що банківська система в період гострої фази зуміла зберегти довіру громадян<sup>3</sup>. Що стосується кредитування

<sup>3</sup> При цьому потрібно також брати до уваги фактор ліквідації діяльності банків з російським державним капіталом на території України, що мав на цю динаміку негативний вплив. З початком російської агресії НБУ відкликав ліцензії у двох банків з російським державним капіталом.



фізичних осіб, то з початку року портфель зменшився всього на 1,2 млрд грн (-0,56%). Це свідчить про позитивну динаміку, враховуючи непрості часи та рішення уряду щодо запровадження кредитних канікул.

У кінці першого півріччя 2022 р. залишки коштів на рахунках як юридичних, так і фізичних осіб у банківській системі почали збільшуватися, що свідчить про відновлення бізнесу за перше півріччя, незважаючи на постійні ракетні удари по інфраструктурі країни та блокаду чорноморських портів. Не в останню чергу поживалення бізнесу відбулося завдяки запровадженню програм урядової підтримки кредитування. Кредитний портфель юридичних осіб, за балансовими даними, з початку року збільшився на 43,8 млрд грн у національній валюті, при цьому у валюті бізнес зменшував кредитні валютні ризики і погасив 1,0 млрд дол. США та 304 млн євро. При цьому збитки банківської системи за період до липня 2022 р. не можна назвати катастрофічними, адже, зважаючи на 77,9 млрд грн прибутків за 2021 р., банки поки що мають запас ліквідності для підтримки грошового обігу.

Слід звернути увагу, що це вдалося в основному завдяки діяльності банків з державним капіталом і підтримці з боку уряду програмами компенсації відсоткових ставок. У цьому сенсі велика питома частка банків із державним капіталом у структурі банківської системи мала позитивне значення. Проте перед банківською системою постали питання, що потребують пильної уваги та вирішення: проблема з обслуговуванням клієнтами кредитної заборгованості (банківська система за перше півріччя 2022 р. показала збитки на суму 4,7 млрд. грн (на 1.06.2022), в основному за рахунок відрахування прибутку в резерви); На 1.06.2022 збиток становив 4,7 млрд грн (але за рахунок прибутку Приватбанку станом на 1.12.2022 обсягом 22,9 млрд. грн загальний прибуток банківської системи становив 19,4 млрд грн):

- збільшення НБУ облікової ставки створило проблему для банків щодо обслуговування контрактів, які спиралися на умови плаваючої ставки;
- питання вирішення в юридичній площині повернення кредитів позичальниками, які втратили свої основні та/або оборотні кошти або застави внаслідок воєнної агресії.

Для компенсації збитків, завданих банківській системі України повномасштабною війною, розв'язаною РФ, уряду терміново потрібно створити або банк втрачених активів, або фінансову компанію із управління втраченими активами у період війни та у повоєнний період. Ця компанія за державні кошти повинна *викуповувати* у банків втрачені активи (під вимогу до банків, що ці кошти будуть витрачені на кредитування для відновлення економіки). Викуп втрачених активів повинен бути нотаріально оформлений відповідно до чинного законодавства. Через таку компанію має бути



проведений кваліфікований та задокументований облік активів, втрачених банківською системою під час війни, який можна буде використовувати як доказ у міжнародних судах. Свої претензії установа повинна пред'явити задля компенсації витрат за рахунок репарацій, які країна-агресор має заплатити після рішень міжнародних судів.

Втрачені активи у майбутньому можуть бути повернуті із заморожених ресурсів РФ, таким чином за рахунок майбутнього репараційного ресурсу уряд підтримає не тільки банки, а й внутрішній попит.

Відхід від політики гнучкого обмінного курсу до фіксованого на початку війни був виправданий і утримав стабільність на валютному ринку. Але фіксація офіційного курсу неодмінно призводить до того, що грошовий ринок розпадається на сегменти, в яких виникає можливість знімати спекулятивну ренту. Фактично на ринку має місце розрив рівнів обмінних курсів між готівковим і безготівковим ринком, що стимулює експортерів притримувати валютну виручку до останнього або шукати взаємозалікові схеми. Це збільшує тиск попиту на валютному ринку і змушує НБУ продавати валюту з резервів.

В умовах що склалися, українському уряду необхідно відповідати на ряд взаємовиключних викликів. В умовах падіння обсягів виробництва та імпорتنих потоків і тиску інфляції пропозиції потрібно наповнити внутрішній ринок товарами, що неможливо за умов тиску високих податкових ставок. Покриття дефіциту бюджету за рахунок емісії національних грошей Національним банком України неминуче призводить до інфляції попиту і знецінення національних грошей. Державна підтримка товаровиробників з метою збереження робочих місць надає у тому числі можливість продовжити стагнацію неплатоспроможних фірм, які в кінцевому рахунку призводять до збільшення збитків, неповернення банкам кредитних коштів, "зомбування" банківської системи [17]. Все це зав'язане на необхідності захистити територіальну цілісність держави в умовах непомірного збільшення воєнних витрат, які є непрогнозованими у часі та обсягах.

### **Висновки**

Для України у 2022 р. пандемічна економічна криза доповнилася воєнною. НБУ як регулятор фінансових ринків і кредитор останньої інстанції банківської системи повинен приймати рішення в умовах макроекономічної невизначеності. Ефективність цих рішень оцінюється поведінкою економічних агентів. У перші чотири місяці війни банківській системі вдалося утримати якість грошового обігу в країні на належному рівні. Оперативний аналіз поведінки суб'єктів основних сегментів грошового ринку засвідчив таке.



1. Домогосподарства не втратили довіру до національної банківської системи, залишки коштів фізичних осіб у гривні з початку року зростають. Завдяки діям регулятора вдалося запобігти панічним настроям, що було характерно для попередніх економічних криз у 1998, 2008 та 2014 роках, коли економічна криза поглиблювалася фінансовою.

2. Попри невизначеність розвитку ситуації на фронті, у травні–червні 2022 рр. бізнес почав оживати, збільшилися залишки коштів на поточних рахунках клієнтів банків, зріс обсяг банківського кредитного портфеля. Слід звернути увагу, що це вдалося в основному завдяки діяльності банків з державним капіталом і підтримці компенсації позичальникам відсоткових витрат через урядові програми.

3. Банківська система продовжує залишатися ліквідною, витримала потужний удар, і, незважаючи на поточні збитки, підтримує на належному рівні грошовий обіг не тільки на внутрішньому ринку, а й також рух коштів на емітованих українськими банками кредитних картках за кордоном.

4. У боротьбі з інфляцією регуляторам потрібно бути обережними щодо використання інструментів, адже разом з інфляцією попиту зростають ризики інфляції витрат внаслідок зростання цін на енергоносії, розриву логістичних ланцюгів товаровиробників, зменшення експортної виручки, збільшення цін на товари критичного імпорту. Використання інструментів проти інфляції, спричиненої зростанням попиту в умовах зростання інфляції витрат може призвести до економічної стагнації та згорання внутрішнього виробництва.

5. Потрібно розглянути створення на рівні Кабінету Міністрів України установи, яка б займалася викупом у банків втрачених активів під вимогу до банків спрямувати ці кошти на кредитування відновлення економіки. Це міг би бути банк втрачених активів або фінансова компанія з управління втраченими активами у період війни. Втрачені активи у майбутньому можуть бути повернуті із заморожених ресурсів РФ, таким чином за рахунок майбутнього репараційного ресурсу уряд підтримає не тільки банки, а й внутрішній попит.

#### *Список використаних джерел*

1. Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes / Baldwin Richard, and Weder di Mauro Beatrice, eds. London: CEPR Press, 2020. URL: [https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes?tidclid=IwAR2tO7kRFEGS1\\_3J88oedtd1G3CARE4S0PFDSmOFJeSzH5tiEi6Odu55Fx8](https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes?tidclid=IwAR2tO7kRFEGS1_3J88oedtd1G3CARE4S0PFDSmOFJeSzH5tiEi6Odu55Fx8)
2. Riley Charles. Coronavirus is Fast Becoming an `Economic Pandemic`. *CNN Business*. February 25, 2020. URL: <https://edition.cnn.com/2020/02/24/business/coronavirus-global-economy/index.html>
3. Papava Vladimer. On the Atypical Economic Crisis under the COVID-19 Pandemic. *Economics and Business*. 2020. No. 4. P. 4–16. URL:



- <http://eb.tsu.ge/?cat=nomer&leng=eng&adgi=1056&title=On%20the%20Atypical%20Economic%20Crisis%20%20under%20the%20COVID-19%20Pandemic>
4. Boon Gert-Jan. Amending Insolvency Legislation in Response to the COVID-19 Crisis / Harvard Law School Bankruptcy Roundtable. May 12, 2020. URL: <https://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2020/05/12/amending-insolvency-legislation-in-response-to-the-covid-19-crisis>
  5. Stiglitz Joseph E. Priorities for the COVID-19 Economy. *Project Syndicate*. July 1, 2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/>
  6. Stiglitz Joseph E. The Inflation Red Herring. *Project Syndicate*. June 7, 2021. URL: <https://www8.gsb.columbia.edu/articles/chazen-global-insights/getting-finance-climate-improvement>
  7. Sachs Jeffrey. US Can Fight Inflation and Still 'Build Back Better'. *CNN*. November 13, 2021. URL: <https://edition.cnn.com/2021/11/13/opinions/us-can-fight-inflation-build-back-better-sachs/index.html>
  8. Rodrik Dani. Inflation Heresies. *Project Syndicate*. January 11, 2022. URL: <http://www.jordantimes.com/opinion/dani-rodrik/inflation-heresies>
  9. Pride Jason D., Reynolds Michael T. and Vovk Ilona V. Supply-Chain Inflation. *Glenmede*. January 10, 2022. URL: <https://www.glenmede.com/wpcontent/uploads/2022/01/Investment-Strategy-Notes-01-10-22.pdf>
  10. Marin Dalia. Will Deglobalization Fuel Inflation? *Project Syndicate*. November 2, 2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/columnist/dalia-marin>
  11. Roach Stephen S. The Fed Is Playing with Fire. *Project Syndicate*. January 24, 2022. URL: <https://www.project-syndicate.org/columnist/stephen-s-roach>
  12. Rogoff, Kenneth. Are Inflation Fears Justified? *Project Syndicate*. March 1, 2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/bigpicture/is-inflation-alive?barrier=accesspaylog>
  13. Spence Michael. Regime Change in the Global Economy. *Project Syndicate*. January 14, 2022. URL: <https://www.project-syndicate.org/columnist/michael-spence>
  14. WHO Director-General's Opening Remarks at the Media Briefing on COVID-19 / World Health Organization. March 11, 2020. URL: <https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>
  15. Policy Responses to COVID-19 / International Monetary Fund. April 10, 2020. URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>
  16. Galbraith James K. Whipping Up America's Inflation Bogeyman. *Project Syndicate*. November 19, 2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-not-macroeconomic-problem-for-fed-by-james-k-galbraith-2021-11>
  17. Дробязко А.О., Любич О.О., Олійник Д.І. Оптимізація моделей бізнесу державних банків в умовах посилення вимог до фінансової безпеки у 2022 році. *Фінанси України*. 2022. № 1. С. 74–89. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.01.074>
  18. Основні засади грошово-кредитної політики на 2022 рік і середньострокову перспективу. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-nbu->



uhvalila-osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2022-rik-i-serednostrokovu-perspektivu

19. Данилишин Б. Підвищення облікової ставки до 25%: чи виправдало очікування це рішення, *Економічна правда*. Жовтень, 2022. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/10/20/692834/>

*Надійшла до редакції 30.06.2022 р.*

*Прорецензовано 10.10.2022 р.*

*Підписано до друку 29.12.2022 р.*

**Svitlana Brus<sup>4</sup>**

**Anatolij Drobyazko<sup>5</sup>**

#### FACTORS OF MONETARY AND CREDIT POLICY: WORLD AND UKRAINE IN THE CONDITIONS OF MILITARY AGGRESSION

*Starting with the global pandemic crisis, whose consequences included the disruption of logistics chains and the suspension in a number of economic sectors, the world economy is experiencing increasingly large losses. Full-scale Russian aggression against Ukraine and the imposition of sanctions against the Russian Federation by many countries have made the global economy even more unstable and problematic. Macroeconomic problems are accumulating in the world, which will be a long term trend.*

*The article deals with Ukraine's domestic financial and monetary sphere since the beginning of Russian aggression in 2014 and in the context of the post-pandemic global crisis. In the first months of the war, Ukraine – being a small open commodity based economy –managed to maintain the stability of money circulation and prevented panic in the financial markets, in contrast to 1998, 2008 and 2014.*

*The full-scale war continued the economic crisis initiated by the COVID-19 pandemic. The interaction of the two crises deepens imbalances in both the global and Ukrainian economic and financial systems. As manifestations of the crisis, the article examines the disrupted supply chains of goods and raw materials, and the negative*

---

<sup>4</sup> **Brus, Svitlana Ivanivna** – PhD in Economics, Leading Researcher, Department of Monetary and Credit Relations, SI "Institute for Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine" (26 P. Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine), ORCID: 0000-0001-5373-273X, e-mail: [vetusya37@gmail.com](mailto:vetusya37@gmail.com)

<sup>5</sup> **Drobyazko, Anatolii Oleksandrovych** – PhD in Economics, Leading Researcher at the Budget, Tax and Monetary Policy Coordination Department, NDFI of DNNU "Academy of Financial Management" (Druzhby Narodiv Blvd., 38, Kyiv, 01014, Ukraine), ORCID: 0000-0002-0453-0709, [adrobyazko@ukr.net](mailto:adrobyazko@ukr.net)



*impact on the companies' solvency due to reduced demand. On the other hand, with their financial injections, the governments prevent the rapid bankruptcy of unviable firms in order to preserve employment, which exposes the economy to new risks.*

*The article outlines expected developments in Ukraine's financial system due to long war and the ensuing macroeconomic losses and uncertainty. Recommendations are given on urgent measures to support the banking sector in order to increase its liquidity and solvency under the conditions shaped in 2022.*

*The authors note that in the fight against inflation, it is necessary to take into account the increased energy prices, the disrupted logistics chains for commodity producers, the decreased export revenue, and the increased prices for critical imported goods. Anti-inflationary measures under such conditions could lead to stagnation and phase out domestic production.*

**Keywords:** *monetary policy, exchange rate policy, economic reforms*

#### References

1. Baldwin, Richard, and Beatrice Weder di Mauro (Eds.). (2020). *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*. London: CEPR Press. Retrieved from [https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes?tid=1wAR2tO7kRFEgS1\\_3J88oedtd1G3CARE4S0PFDSmOFJeSzH5tiEi6Odu55Fx8](https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes?tid=1wAR2tO7kRFEgS1_3J88oedtd1G3CARE4S0PFDSmOFJeSzH5tiEi6Odu55Fx8)
2. Riley, Charles (2020, February 25). *Coronavirus is Fast Becoming an 'Economic Pandemic'*. *CNN Business*. Retrieved from <https://edition.cnn.com/2020/02/24/business/coronavirus-global-economy/index.html>
3. Papava, Vladimer (2020). *On the Atypical Economic Crisis under the COVID-19 Pandemic*. *Economics and Business*, 4, 4-16. Retrieved from <http://eb.tsu.ge/?cat=nomer&leng=eng&adgi=1056&title=On%20the%20Atypical%20Economic%20Crisis%20under%20the%20COVID-19%20Pandemic>
4. Boon, Gert-Jan (2020, May 12). *Amending Insolvency Legislation in Response to the COVID-19 Crisis*. Harvard Law School Bankruptcy Roundtable. Retrieved from <https://blogs.harvard.edu/bankruptcyroundtable/2020/05/12/amending-insolvency-legislation-in-response-to-the-covid-19-crisis>
5. Stiglitz, Joseph E. (2020, July 1). *Priorities for the COVID-19 Economy*. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/>
6. Stiglitz, Joseph E. (2021, June 7). *The Inflation Red Herring*. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www8.gsb.columbia.edu/articles/chazen-global-insights/getting-finance-climate-improvement>
7. Sachs, Jeffrey (2021, November 13). *US Can Fight Inflation and Still 'Build Back Better'*. *CNN*. Retrieved from



<https://edition.cnn.com/2021/11/13/opinions/us-can-fight-inflation-build-back-better-sachs/index.html>

8. Rodrik, Dani (2022, January 11). Inflation Heresies. *Project Syndicate*. Retrieved from <http://www.jordantimes.com/opinion/dani-rodrik/inflation-heresies>

9. Pride, Jason D., Reynolds, Michael T., and Vovk, Ilona V. (2022, January 10). Supply-Chaininflation. *Glenmede*. Retrieved from <https://www.glenmede.com/wpcontent/uploads/2022/01/Investment-Strategy-Notes-01-10-22.pdf>

10. Marin, Dalia (2021, November 2). Will Deglobalization Fuel Inflation? *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/columnist/dalia-marin>

11. Roach, Stephen S. (2022, January 24). The Fed Is Playing with Fire. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/columnist/stephen-s-roach>

12. Rogoff, Kenneth (2021, March 1). Are Inflation Fears Justified? *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/bigpicture/is-inflation-alive?barrier=accesspaylog>

13. Spence, Michael (2022, January 14). Regime Change in the Global Economy. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/columnist/michael-spence>

14. WHO (2020, March 11). WHO Director-General's Opening Remarks at the Media Briefing on COVID-19. Retrieved from <https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

15. IMF (2020, April 10). Policy Responses to COVID-19. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#U>

16. Galbraith, James K. (2021, November 19). Whipping Up America's Inflation Bogeyman. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-not-macroeconomic-problem-for-fed-by-james-k-galbraith-2021-11>

17. Drobiazko, A.O. Liubich, O.O., Olijnyk, D.I. (2022). Optimizing the business models of state-owned banks under the conditions of increased requirements for financial security in 2022. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 1, 74-89. <https://doi.org/10.33763/finukr2022.01.074>.

18. The basic principles of monetary policy for 2022 and for medium-term perspective. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/rada-nbu-uhvalila-osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2022-rik-i-serednostrokovu-perspektivu>

19. Danylyshyn, B. (2022, October). Raising the discount rate to 25%: did the decision meet the expectations? *Ekonomichna pravda – Economic truth*. Retrieved from <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/10/20/692834/>