

Raport popularnonaukowy z realizacji projektu:
Policy communication, tools and effects during the war.
The case of Ukraine and Poland

Autorki:

Dr hab. Magdalena Szyszko, profesorka UWSB Merito

Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu, Wydział Finansów i Bankowości, Instytut Ekonomii i Finansów, Poznań, Polska

ORCID: [0000-0002-5322-3334](https://orcid.org/0000-0002-5322-3334)

Dr Olena Motuzka, adiunktka

Narodowa Akademia Statystyki, Rachunkowości i Audytu, Wydział Zarządzania, Marketingu i Administracji Publicznej, Kijów, Ukraina

ORCID: [0000-0001-9028-6994](https://orcid.org/0000-0001-9028-6994)

Materiał sfinansowany przez Fundację na rzecz Nauki Polskiej w ramach programu:

DLA UKRAINY

Program wsparcia uczonych z Ukrainy współpracujących z uczonymi z Polski

Numer umowy PL-UA/2023/1



**Fundacja na rzecz
Nauki Polskiej**

For the English version, check the [link](#).

Wstęp

Raport ten stanowi sprawozdanie z projektu, którego **celem była identyfikacja i ocena zmian polityki pieniężnej** w obszarze komunikacji, wykorzystania narzędzi i krótkookresowych efektów polityki **w Ukrainie, w czasie zbrojnej agresji rosyjskiej na ten kraj**. Dodatkowo, badanie w mniejszym zakresie objęło Polskę jako kraj sąsiadujący, pośrednio dotknięty skutkami inwazji. Zakres czasowy badania obejmował okres inwazji: **od lutego 2022 roku do sierpnia 2024 roku**, przy czym ze względu na dane, w niektórych badaniach był krótszy. Banki centralne objęte badaniem to Narodowy Bank Ukrainy (NBU, zwanym dalej także Bankiem) i Narodowy Bank Polski (NBP).

Materiał ten **ma charakter popularnonaukowy**, ale odwołujemy się w nim do wyników badań własnych i osób trzecich, stąd opatrzone jest odniesieniami do literatury. W podsumowaniu odnosimy się do realizacji celów szczegółowych projektu badawczego, podsumowując główne wnioski. Raport podzielony jest na części, które odzwierciedlają następującą strukturę celów szczegółowych badania (CS):

- CS 1. Ocena podobieństw i możliwości zastosowania szczególnych środków polityki pieniężnej na podstawie doświadczeń z innych konfliktów zbrojnych.
- CS 2. Identyfikacja lokalnych i globalnych uwarunkowań wpływających na politykę pieniężną w czasie wojny w Ukrainie i w Polsce.
- CS 3. Identyfikacja narzędzi wykorzystanych przez NBP i NBU oraz odchyłeń od ram strategicznych polityki badanych banków centralnych w czasie inwazji.
- CS 4. Ocena krótkookresowych efektów polityki pieniężnej.

Przed prezentacją wniosków z badania wspomnieć należy o ograniczeniach związanych z jego metodyką. Standardowym narzędziem wykorzystywanym do odpowiedzi na pytania badawcze w ekonomii są modele ekonometryczne. Te jednak zasilane być muszą odpowiednio długimi szeregami czasowymi, (dane opisujące gospodarkę w dłuższym okresie). Czas realizacji projektu ograniczony był do 18 miesięcy i kończy się wraz z upływem 30 miesiąca inwazji (sierpień 2024). Dlatego w badaniu modelowanie zastosowałyśmy do zmiennych, dla których tak długie dane udało się zebrać. W innych przypadkach wnioski wyciągnęłyśmy stosując jakościową analizę literatury i dokumentów.

Co więcej, okres badawczy kończy się w czasie trwania rosyjskiej inwazji. Dlatego pełna ocena polityki pieniężnej nie jest możliwa, a jej oceny w świetle dostępnych danych dokonujemy z daleko idącą ostrożnością.

Bankowość centralna w czasie konfliktów zbrojnych

Współcześnie bankom centralnym, odpowiedzialnym za realizację polityki pieniężnej, przypisuje się **cel nadrzędny w postaci utrzymania stabilnego poziomu cen** oraz zadania związane z zapewnieniem stabilności finansowej i rozwoju systemu finansowego. Warunkowo – jeśli cel nadrzędny zostanie osiągnięty – mogą one wspierać politykę ogólnogospodarczą rządu nakierowaną na wzrost gospodarczy.

Historycznie jednak funkcją banków, które dziś pełnią rolę banków centralnych, **było zapewnianie finansowania państwu**. Bank Szwecji, Bank Anglii i Bank Francji utworzone zostały, by **zapewnić finansowanie wysiłku wojennego lub długu państwa związanego z zakończonymi właśnie konfliktami** (Herger, 2019). Badania analizujące konflikty w XIX i początkach XX wieku wskazują, że w krajach z bankami centralnymi zdolność rządów do zadłużania się w czasie wojny była wyższa i odbywała się po niższym koszcie w porównaniu z innymi krajami (Poast, 2015). Banki centralne miały wspierać finanse państwa w okresach kryzysów, w tym wojen, ale w zwykłych czasach – uniemożliwiać państwu nadużycia finansowe (Goodhart, 2011).

W XXI wieku **banki centralne** w standardowych warunkach **działają niezależnie od rządów, nie wspierając ich finansowo**. Finansowanie długu publicznego przez bank centralny oddziałuje bowiem w kierunku zwiększenia tempa wzrostu cen (wyższa inflacja). Ponadto, cel nadrzędny polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne związany ze stabilizowaniem poziomu cen, może stać w konflikcie z celami rządów, które dają priorytet wzrostowi gospodarczemu czy redukcji bezrobocia. Rządy mogą również wykorzystywać dobrą sytuację i dążenie do jej polepszenia w celach politycznych, szczególnie przed wyborami.

Dwa filary współczesnej polityki pieniężnej: niezależność i nakierowanie na stabilizowanie poziomu cen, mogą zostać zmodyfikowane w okresach kryzysu, a szczególnie – w wyniku materializacji szoku politycznego w postaci konfliktu zbrojnego. Możliwość taką dopuszcza się na podstawie doświadczeń historycznych mających miejsce wówczas, gdy polityka pieniężna nie była jeszcze nastawiona na stabilizację poziomu cen, ale także na podstawie doświadczeń z XX i XXI wieku. Współcześnie rozwój teorii ekonomii i praktyki gospodarczej jednoznacznie wskazał na politykę banku centralnego prowadzoną niezależnie, niefinansującą państwa, a nakierowaną na stabilizację poziomu cen, jako na optymalne rozwiązanie, ale dla warunków standardowych. W czasie wojen **banki centralne muszą dostosować prowadzoną politykę do potrzeb państwa i finansów publicznych**, wzmacniając swoją rolę jako jednostki odpowiedzialnej za finansowanie i zarządzanie rezerwami międzynarodowymi (Whittlesey, 1943). Wsparcie banku centralnego dla wysiłku zbrojnego może być czynnikiem decydującym o losach konfliktu (O'Brien, 2020).

Taka sytuacja miała również miejsce w Ukrainie po rozpoczęciu inwazji rosyjskiej w lutym 2022 roku. Narodowy Bank Ukrainy, który od 2017 roku prowadził politykę w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) (czyli m.in. niezależnie zarządzał stopami procentowymi dążąc do utrzymania inflacji na niskim poziomie przy płynnym kursie hrywny), **podjął aktywne działania zmierzające do stabilizacji makroekonomicznej kraju i wsparcia finansowania wysiłku wojennego podejmując jednocześnie znacznie bliższą współpracę z rządem** (Danylyshyn i Bohdan, 2022). Sam bank zmianę ogłosił w taki sposób: *w kontekście pełnoskalowej agresji zbrojnej i wprowadzenia Prawa Wojennego, priorytetem [NBU] jest dążenie do stabilnego i wyłagalnego funkcjonowania systemu bankowego i finansowego państwa oraz zapewnienie maksymalnego wsparcia w zaspokojeniu potrzeb obronnych kraju, funkcjonowania finansów publicznych i infrastruktury krytycznej* (NBU, 2022a). Dodatkowo, NBU zadeklarował bliższą współpracę z rządem i wdrożenie narzędzi administracyjnych (innych niż polityka sterowania stopy procentowej). Deklaracjom tym towarzyszyło zapewnienie o powrocie do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego tak szybko, jak szybko będzie to możliwe.

Wskazanie uniwersalnie najlepszej reakcji banku centralnego w czasie konfliktu zbrojnego nie jest możliwe. Każda wojna odbywa się w pewnych uwarunkowaniach, zależnych od czasu trwania i skali inwazji oraz ich konsekwencji społeczno-gospodarczych, przedwojennego stanu gospodarki, poziomu rezerw walutowych i długu publicznego, zakresu regulacji dotyczących rynku finansowego, rozwoju instytucji tegoż rynku i zaufania uczestników rynku do nich i do waluty krajowej, dynamiki inflacji w przeszłości i stopnia zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, pomocy z zagranicy (wojskowej, finansowej i politycznej) i warunków zewnętrznych (NBU, 2022b).

Można wskazać jednak **trzy mechanizmy związane z działaniami banków centralnych występujące przy większości konfliktów.** Pierwszym jest usztywnianie kursu walutowego będące narzędziem stabilizacji gospodarki i inflacji, przy czym w długim okresie kurs sztywny może kumulować nierównowagę w gospodarce. Drugim - przełożenie znacznej skali finansowania długu publicznego przez bank centralny, koniecznej zazwyczaj w czasie wojny, na ryzyko dla stabilności finansowej i utrzymania stabilnego poziomu cen. Wreszcie, skuteczność programów stabilizacyjnych po wojnie wzrastała w przypadku prowadzenia restrykcyjnej i niezależnej polityki pieniężnej, poprawy stanu finansów publicznych, reform strukturalnych i finansowania deficytu budżetowego ze środków prywatnych.

W momencie powstawania tego raportu, można stwierdzić, że Narodowy Bank Ukrainy skorzystał z tych mechanizmów, gdyż natychmiast po rozpoczęciu inwazji usztywnił kurs waluty krajowej (hrywna ukraińska) do dolara, rozpoczął finansowanie kluczowych wydatków państwa na cele wojskowe i kluczowe cele społeczne. Rozpoznając zagrożenia związane z tymi działaniami Bank odstąpił od nich tak szybko, jak było to możliwe.

Polityka Narodowego Banku Ukrainy w czasie wojny

Punktem wyjścia do **wskazania zmian w polityce Narodowego Banku Ukrainy będzie krótka charakterystyka jego standardowych, przedwojennych ram prowadzenia polityki monetarnej**. Od 2017 roku polityka ta prowadzona była w ramach **strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) opartej na następujących filarach (Hammond, 2012, NBU, 2020)**:

- ✓ deklaracji, że inflacja jest celem priorytetowym, a inne cele mogą być realizowane warunkowo, o ile inflacja jest na poziomie celu; dzięki tej deklaracji społeczeństwo ma być przekonane o zaangażowaniu banku centralnego wyłącznie w stabilność cen, co ułatwia formułowanie prognoz prywatnych (oczekiwań inflacyjnych) i zapobiega ich nadmiernemu wzrostowi, nawet gdy inflacja czasowo przekracza cel;
- ✓ określeniu liczbowo celu inflacyjnego (5%), co doprowadzić ma do tzw. zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych – sytuacji, w której społeczeństwo wierzy, że bank centralny utrzyma inflację właśnie na poziomie 5% i dostosowuje do tego swoje decyzje ekonomiczne;
- ✓ płynnym kursie hrywny ukraińskiej, co zwalniało NBU z utrzymywaniu kursu na określonym poziomie i ponownie podkreślało priorytet dany stabilizacji cen;
- ✓ podejmowaniu decyzji w oparciu o analizę różnych danych napływających z gospodarki (polityka wieloparametryczna), bez konieczności odpowiadania na zmianę wybranej zmiennej (brak twardych reguł);
- ✓ wyprzedzającym charakterze decyzji w polityce pieniężnej związanym z tym, że podjęte dziś decyzje co do stóp procentowych przełożą się z opóźnieniem od roku do dwóch lat na inflację i sytuację w gospodarce; w związku z tym bank centralny podejmując decyzje kieruje się własnymi prognozami sytuacji gospodarczej i analizuje oczekiwania – prognozy niespecjalistów, firm i gospodarstw domowych;
- ✓ przejrzystości polityki pieniężnej, co oznacza, że bank centralny informuje społeczeństwo o swoich działaniach chcąc ułatwić zrozumienie polityki i jej efektów dla gospodarki.

Tak nakreślone ramy polityki miały ułatwić zarządzanie oczekiwaniami inflacyjnymi. W największym uproszczeniu, mechanizm transmisji monetarnej, czyli przełożenia decyzji banku centralnego o stopach procentowych na inflację i wzrost gospodarczy przebiega właśnie kanałem oczekiwań inflacyjnych. Jeśli konsumenci będą prognozowali wysoką inflację, to zwiększą popyt i konsumpcję, wpływając na wzrost cen, będą też negocjowali podwyżki płac. Natomiast firmy mające wysokie oczekiwania będą spodziewały się wzrostu kosztów i podniosą ceny. Dla banku centralnego sytuacją najlepszą jest tzw. zakotwiczenie oczekiwań na poziomie celu inflacyjnego. Wówczas, nawet gdy inflacja jest powyżej celu, podmioty gospodarujące nie zwiększają oczekiwań, a tym samym nie

wzmacniają presji na wzrost cen swoimi decyzjami. Pełne zakotwiczenie oczekiwań nie jest możliwe. Wiarygodny bank centralny może jednak przekonać społeczeństwo, by oczekiwania nie rosły nadmiernie. W takich ramach strategicznych, uwarunkowanych teoretycznymi podwalinami prowadzenia polityki, działań NBU przed rosyjską agresją.

Dodatkowo, jak wspomniano powyżej, **współcześnie banki centralne prowadzą politykę niezależnie**, co oznacza, m.in. samofinansowanie, zakaz odwoływania decydentów przed upływem kadencji, zakaz przyjmowania instrukcji od osób trzecich w tym rządu, samodzielność w podejmowaniu decyzji o instrumentach. Wreszcie niezależny bank centralny nie finansuje państwa poprzez emisję dodatkowego pieniądza (odbywającą się np. drogą skupu papierów skarbowych). NBU deklaruje swoją samodzielność, jednak przed inwazją nie wypełniał on jeszcze w pełni przesłanek niezależności wskazanych przez standardy Unii Europejskiej. Co więcej, wątpliwości budziła również niezależność *de facto* NBU.

Ramy działania banku centralnego Ukrainy w czasie rosyjskiej inwazji doczekały się modyfikacji w kilku aspektach. **Po pierwsze, w czasie wojny ograniczona jest niezależności banku centralnego** zarówno w obszarze znacznie bliższej współpracy z administracją (ustalenie i koordynacja decyzji), jak i w aspekcie finansowania państwa przez bank centralny.

NBU skupował bezpośrednio na rynku pierwotnym papiery skarbowe i był ich największym nabywcą. Tuż po wybuchu wojny, Bank wykupił pierwsze obligacje wojenne o wartości 20 bln hrywn (NBU 2022c).

W 2022 roku Bank sfinansował jedną trzecią potrzeb pożyczkowych państwa. Sytuacja taka w normalnych uwarunkowaniach jest zabroniona prawnie ze względu na istotne konsekwencje ekonomiczne – monetyzacja długu publicznego, czyli finansowanie go z emisji dodatkowego pieniądza przez bank centralny, bez związku z sytuacją w sferze realnej gospodarki, prowadzi do wzrostu inflacji. NBU ogłosił, że sfinansuje wyłącznie krytyczne wydatki rządowe i społeczne z zachowaniem maksymalnej transparentności tych transakcji (Czech National Bank, 2023).

Najistotniejsze zmiany **na poziomie strategicznym wprowadzone na początku inwazji objęły kurs hrywny i rynek walutowy**. W ramach zmian (NBU, 2022d):

- ✓ kurs hrywny związano z dolarem amerykańskim na poziomie 29.25 UAH/USD (kurs sztywny),
- ✓ zawieszono funkcjonowanie rynku walutowego poza sprzedażą walut przez klientów,
- ✓ wprowadzono restrykcje kapitałowe,
- ✓ zawieszono ogłaszanie referencyjnego kursy hrywny,
- ✓ zakazano transakcji na rublach rosyjskich i białoruskich,

- ✓ ograniczono wypłaty z rachunków klienckich w walutach obcych, poza wypłatami na cele związane z planami wojennymi rządu.

W lipcu 2022 roku nastąpiła dewaluacja hrywny o 25% (36,57 UHA/USD). Ruch ten miał zlikwidować nierównowagę na rynku walutowym i dostosować kurs do rozwoju sytuacji gospodarczej po wybuchu wojny. Dewaluacja wraz z podwyżką stóp złagodziły presję na rynku walutowym. Dewaluacja waluty wywiera jednak presję na wzrost inflacji.

NBU i administracja ukraińska uciekły się do jednego z najczęściej używanych instrumentu stabilizacji gospodarki w czasie wojny – usztywnienia kursu walutowego. Restrykcje na rynku walutowym miały zapobiec masowemu odpływowi walut z rachunków Ukraińców, a co za tym idzie, wydrenowania systemu bankowego z rezerw walutach. Zmiana ta oznaczała odejście od ram strategii BCI.

NBU deklarował dalej wdrażanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (mimo usztywnienia kursu). Zauważał jednak spadek znaczenia kanałów rynkowych oddziaływania na inflację, w tym poprzez zarządzanie stopą procentową, do których dostosowane są ramy BCI. Tuż po inwazji, na początku marca 2022 roku, odłożył decyzję o stopie procentowej.

Wprowadzone na początku rosyjskiej inwazji, regulacje dotyczące, m.in. rynku walutowego były wielokrotnie modyfikowane. **NBU elastycznie reagował na sytuację** i już w kwietniu 2022 r. umożliwił sprzedaż walut obcych obywatelom przez banki (przy zastrzeżeniach co do obrotu związanego z równowagą na rynku), by uniknąć przeniesienia transakcji na czarny rynek.

W pierwszych opublikowanych w czasie inwazji założeniach polityki pieniężnej (*Monetary Policy Guidelines for the Duration of Martial Law*) NBU podsumował stanowisko dotyczące swojej roli w czasie inwazji. I tak Bank (NBU 2022a):

- ✓ zobowiązał się do powrotu do pełnych ram strategii BCI z płynnym kursem walutowym, gdy tylko system finansowy powróci do normalnego trybu działania;
- ✓ podkreślił, że finansować będzie rząd tylko w zakresie krytycznych wydatków i instrument ten zostanie wycofany najszybciej jak to możliwe;
- ✓ zadeklarował realizację niezależności w wymiarze instytucjonalnym, finansowym i operacyjnym poprzez samodzielne określanie wykonalności i zakresu finansowania budżetu oraz unikanie instrumentów osłabiających zaufanie do polityki pieniężnej czy destabilizujących oczekiwania inflacyjne;
- ✓ zadeklarował wspieranie systemu bankowego w realizacji jego kluczowych funkcji.

Inne zmiany w polityce miały charakter operacyjny – związane były z codziennymi decyzjami co do jej instrumentów wpływających na inflację czy rynek finansowy. Niekiedy miały charakter administracyjny – nakazowy. Z początkiem czerwca 2022 roku, NBU dokonał jednorazowej, skokowej podwyżki stóp procentowych do 25% (z 10%) tłumacząc

to koniecznością ochrony wartości oszczędności i innych aktywów w hrywnach i redukcją presji na osłabienie hrywny. Ruch ten ułatwił Bankowi utrzymanie stabilności kursu i pewną kontrolę inflacji w czasie wojny. Rozszerzono jednocześnie korytarz wahań stopy rynkowej z +/- 1 p.p. do 2 p.p.

Innym ze środków mających ułatwić powrót do rynkowej transmisji monetarnej było podniesienie od 11 stycznia 2023 roku stopy rezerwy obowiązkowej dla depozytów na żądanie z 0% na 5% dla aktywów w hrywnach i z 10% na 15% dla depozytów walutowych. Stopa rezerwy miała wzrosnąć tuż przed wybuchem wojny, ale ze względu na obawę o płynność sektora bankowego, zmianę zawieszono. Ze względu na zgromadzoną w systemie nadpłynność, stopy rezerwy podnoszono jeszcze kilkakrotnie, by osiągnęły poziom 25% dla depozytów na żądanie podmiotów prywatnych w hrywnach i 35% - dla depozytów walutowych. 50% wymaganej rezerwy mogło być utrzymywane w papierach skarbowych, przy czym w możliwość taką później wycofano.

Podnoszenie stopy rezerwy obowiązkowej nie jest zwyczajnym ruchem w systemach bankowych opartych na mechanizmach rynkowych, a szczególnie zmiany o takiej skali. NBU wyjaśnił je rekordową nadpłynnością banków ukraińskich (zaskakującą w czasie wojny). Zmiana miała pobudzić konkurencję na rynku depozytów terminowych (o niższych stopach rezerwy), zagwarantować deponentom wyższe stopy procentowe, zwiększyć wolumen depozytów terminowych oraz wzmocnić wpływ NBU na inflację, w sytuacji gdy wzrost oprocentowanie depozytów nie odzwierciedlił wzrostu stopy banku centralnego dokonanej w czerwcu 2022 roku, a system funkcjonował w stanie nadpłynności (NBU 2022e).

W początkowej fazie inwazji zmieniono sposób finansowania sektora bankowego, który w standardowych warunkach uzależniony jest od posiadanego zabezpieczenia, w momencie gdy bank komercyjny chce zaciągnąć pożyczkę w banku centralnym. Bank centralny oferuje takie finansowanie po określonej stopie wypełniając funkcję kredytodawcy ostatniej instancji. NBU zagwarantował bankom komercyjnym niezabezpieczone pożyczki w nielimitowanych wysokościach na okres jednego roku (z możliwością przedłużenia) o stałym oprocentowaniu 11%, co miało zagwarantować bankom utrzymanie płynności (NBU 2022d). Przetargi na dodatkowe finansowanie banków ograniczono już w kwietniu 2022 roku do jednego w tygodniu w związku z wzrastającą płynnością banków ukraińskich.

Dodatkowo Bank zapowiedział nieograniczone zaopatrywanie gospodarki w gotówkę. Udostępnił również bankom komercyjnym linię kredytu gotówkowego do zakupu skarbowych papierów wartościowych.

Polityka NBU w początkowym okresie inwazji polegająca na usztywnieniu kursu, znaczącej podwyżce stóp procentowych i stóp rezerwy była jednak głównie restrykcyjna.

Prowadzona była w czasie wojny i związanych z nią ograniczeń podaży, przy wzrastających cenach energii i niepewności co do sytuacji militarnej i gospodarczej w przyszłości. Co interesujące, w tym okresie rosta nadpłynność banków ukraińskich.

Istotną zmianą w polityce bieżącej NBU była **pierwsza w czasie inwazji obniżka stopy procentowej mająca miejsce w lipcu 2023 roku** – z poziomu 25% do 22%. Bank wyjaśnił ją szybką dezinflacją (ceny rosty coraz wolniej) i stabilnymi warunkami na rynku walutowym. Wpływ na spadek inflacji miały czynniki globalne (ceny energii na rynku światowym) oraz wystarczająca podaż żywności i paliw. NBU ocenił także, że podniesiono atrakcyjność depozytów w hrywnach, a środki podjęte na rynku walutowym obniżyły oczekiwania inflacyjne, a bezpośrednio – ceny (NBU 2023a). Prognozy makroekonomiczne banku również zakładały kontynuację dezinflacji. We wrześniu stopę główną polityki pieniężnej obniżono ponownie do 20%, w październiku do 16%, a w grudniu do 15%. Po kolejnych dwóch obniżkach w 2024 roku, stopa procentowa od czerwca 2024 roku utrzymywana jest na poziomie 13%. Poluzowywanie polityki monetarnej w czasie wojny nie jest posunięciem standardowym, o ile nie jest prowadzone przez dodatkową emisję pieniądza na rzecz państwa.

Istotna zmiana w polityce strategicznej NBU nastąpiła 2 października 2023 roku, gdy **Narodowy Bank Ukrainy zastąpił sztywny kurs walutowy system kursu płynnego zarządzanego** (NBU 2023b). W takim systemie, o kursie w układzie dziennym decyduje rynek – popyt i podaż walut – ale bank centralny interweniuje w przypadku zbyt dużego popytu na waluty obce i ich niedoboru na rynku. Bank wówczas skupuje walutę krajową za waluty obce. **Zmiana ta świadczy o sukcesie polityki NBU w czasie wojny:** pozwoliła na nią niższa inflacja (nawet jeśli niezależna w głównej mierze od działań Banku), wystraszający poziom rezerw walutowych oraz atrakcyjność aktywów denominowanych w hrywnach (depozytów bankowych i papierów rządowych). Zwiększyła ona elastyczność gospodarki ukraińskiej i umożliwiła jej lepsze dostosowanie się do warunków zewnętrznych i zmieniającej się sytuacji w kraju. Bank zadeklarował, że jest to krok w stronę powrotu do kursu w pełni płynnego, spójnego ze strategią BCI. Jednocześnie zachowano część restrykcji na rynku walutowym. Były one likwidowane w kolejnych miesiącach.

Ocena zmian strategicznych i operacyjnych w polityce pieniężnej Narodowego Banku Ukrainy nie może być, na tym etapie, pełna. Niemniej jednak warto wskazać, na dwie kwestie. **Reakcja NBU nie odbiegała znacząco od standardowej reakcji banków centralnych działających w czasie konfliktu zbrojnego.** Po pierwsze, Bank usztywnił kurs hrywny wobec dolara, a podobne mechanizmy interwencji stosowały w czasie konfliktów lub w ramach powojennych programów stabilizacyjnych, Chorwacja (1991), Izrael (1985) czy Gruzja (2008). Przykłady Libii i Libanu pokazują, że zbyt długie utrzymywanie kursu sztywnego prowadzi do narastania nierównowagi

makroekonomicznej (NBU 2022b), czego NBU uniknął, dewaluując walutę krajową, oferując instrumenty wzmacniające oficjalną wymianę walutową mimo nałożonych restrykcji kapitałowych i minimalizując istnienie wielu kursów obok oficjalnego oraz odchodząc od systemu sztywnego relatywnie szybko, w czasie wciąż trwającej inwazji. Bankowi centralnemu udało się ustabilizować rynek walutowy, zgromadzić potrzebne rezerwy oraz wykreować (nie bez pomocy wpływu czynników globalnych) środowisko, w którym możliwe było przejście do systemu płynnego zarządzanego. NBU deklaruje również chęć powrotu do systemu kursu w pełni płynnego, który w Ukrainie funkcjonował od 2015 roku do pełnoskalowej inwazji rosyjskiej na jej terytorium.

Drugim istotnym odstępstwem od polityki standardowej, było **finansowanie deficytu budżetowego poprzez bezpośredni skup papierów skarbowych**. NBU deklarował finansowanie wyłącznie kluczowych wydatków militarnych i społecznych oraz samodzielne oceny zasadności i skali skupu papierów. W kwestii tej także komunikował się z rynkami (terminy i kwoty skupu). I ten instrument nie odbiega od standardowego działania banków centralnych w czasie wojny i związany był z koniecznością finansowania wysiłku wojennego. Dodatkowo, już w 2023 roku dodatkowe potrzeby pożyczkowe budżetu finansowane były na rynku.

Po trzecie, **NBU zmienił układ celów**. Z aktów prawnych nie zniknęły zapisy o celu nadrzędnym związanym ze stabilnością cen, w wielu oficjalnych dokumentach i komunikatach Bank także podkreślał mandat w postaci stabilności cen oraz chęć powrotu do ram BCI tak szybko, jak szybko będzie to możliwe. Jednakże i w komunikacji, i w działaniach Banku przewijał się wątek przesunięcia wagi w systemie celów w kierunku stabilizacji makroekonomicznej i makrofinansowej. Doskonale obrazują to słowa Prezesa NBU, A. Pyshnyy'ego, który na organizowanej w lutym 2024 roku konferencji dla prezesów banków centralnych stwierdza z jednej strony, że w każdych warunkach Bank zapewniać ma stabilność cen i stabilność finansową, a z drugiej, że wspieranie zwycięstwa Ukrainy i wysiłku wojennego powinno być częścią mandatu NBU (Pyshnyy, 2024).

Deklaracje takie, którym towarzyszy *de facto* podwójny mandat o niejasnych wagach, mogą wpłynąć na proces formułowania oczekiwań inflacyjnych. Niemniej jednak, mimo obaw Banku, te nie kształtowały się w sposób destabilizujący funkcjonowanie gospodarki.

Polityka pieniężna i walutowa NBU na płaszczyźnie operacyjnej, czyli w codziennych decyzjach, była elastyczna. Bank niemal w układzie dziennym dostosowywał regulacje dotyczące przepływów kapitałowych, działania rynku walutowego czy zasilania systemu bankowego w płynność. Funkcjonowanie rynku walutowego i pieniężnego, a także systemu rozliczeń można uznać za sukces. Zastosowanie przez Bank instrumentów administracyjnych (np. wyznaczanie limitów transakcji na rynku walutowym) jest odejściem od działania nowoczesnych banków centralnych, które opierają politykę

operacyjną na mechanizmach rynkowych. Nie pozostaje jednak w sprzeczności z ramami strategii BCI.

Narodowy Bank Ukrainy prowadził również politykę stopy procentowej mimo warunków wyłączających rynkowy mechanizm transmisji monetarnej. Skokowa podwyżka stóp procentowych z kwietnia 2022 roku miała zwiększyć atrakcyjność aktywów w walucie krajowej, a w mniejszym stopniu - ograniczyć oczekiwania inflacyjnej. W lipcu 2023 roku stopa NBU spadła, wskazując na stabilizowanie się sytuacji na rynku finansowym i w gospodarce. NBU nie uznaje jednak jeszcze kanału transmisji stopą procentową za w pełni sprawny (NBU, 2024).

Warto wskazać także, że Bank mimo funkcjonowania w warunkach wojny, zajmuje się innymi sprawami. Prowadzi działalność badawczą, organizuje konferencje, wydaje monety pamiątkowe czy wreszcie, opracowuje strategię zwiększenia wiedzy finansowej społeczeństwa.

Przedstawiona powyżej ocena działań NBU dokonana była przez pryzmat odchyłeń działań Banku od strategii BCI i efektów decyzji dla rynków finansowych. Efekty polityki banku centralnego w standardowych warunkach ocenia się zestawiając je z celami banku. W tym momencie, w czwartym kwartale 2024 roku, taka ocena nie jest w pełni możliwa. Ma to związek z wciąż trwającą rosyjską inwazją zbrojną na Ukrainę, w związku z którą NBU zmodyfikował swoje cele. **Jeśli celem Banku jest stabilizacja makroekonomiczna, w tym zapewnienie finansowania wysiłkom wojennym, to NBU skutecznie wspiera takową**, co pozytywnie oceniają także instytucje międzynarodowe.

Na realizację jego podstawowego mandatu w postaci stabilności cen ma jednak wpływ wojna. Wspomnieć należy, że w **żadnych uwarunkowaniach utrzymanie inflacji na poziomie celu nie leży pod całkowitą kontrolą banku centralnego**. Decyzje tej instytucji, szczególnie w sytuacji zarządzania kryzysowego, często rozpatrywane są w kategoriach błędów, głównie z perspektywy *ex post*, gdy wszystkie czynniki ryzyka zmaterializowały się bądź nie. W czasie wojny bank działa nie tyle w warunkach ryzyka co niepewności. Każda decyzja podejmowana jest w ograniczeniu do bieżących dostępnych danych i oceny ryzyka, w dynamicznie zmieniającym się środowisku. Stąd ocena *ex post* polityki nie zawsze jest uzasadniona.

W tym momencie nie ma też możliwość ewaluacji polityki NBU w sposób standardowo wykorzystywany w ekonomii – **poprzez modelowanie ekonometryczne pozwalające na wnioskowanie o zależnościach przyczynowo-skutkowych**. Modele takie umożliwiają zbadanie, jak polityka pieniężna, np. poprzez zmiany stóp procentowych i usztywnienie kursu, wpłynęła na inflację czy wzrost gospodarczy. Poza podstawowym zestawem zmiennych – tu narzędzi banku centralnego i efektów jego polityki (inflacja, wzrost), w modelach kontroluje się inne zmienne, które mogą wpłynąć na inflację, np. ceny energii

na rynkach światowych. Jakościowa ocena sytuacji gospodarczej Ukrainy, tylko częściowo zależna od działań NBU na tym etapie jednak, po 30 miesiącach wojny, musi wystarczyć.

I tak inflacja w Ukrainie wzrosła znacząco po wybuchu wojny. Niemniej jednak inwazja zwiększyła tylko presję inflacyjną obecną w gospodarce światowej w związku z czynnikami podażowymi (ograniczona produkcja i dostęp do zasobów). Już na początku wojny do ograniczania inflacji i presji inflacyjnej przyczyniało się także kilka czynników, w tym usztywnienie kursu, przełożenie podwyżki cen ciepła i gazu dla gospodarstw domowych oraz obniżka podatków od importu i paliw. Wreszcie spadała konsumpcja prywatna. 2022 rok zakończył się inflacją średnioroczną na poziomie 20,2% (26,6% na koniec roku). Znaczący wzrost inflacji jest charakterystyczny dla wojen. Towarzyszył mu prawie trzydziestoprocentowy spadek aktywności w sferze realnej (-28,8%) i niemożliwe do skalkulowania koszty związane z sytuacją społeczną, erozją kapitału ludzkiego i dewastacją mocy produkcyjnych, co także jest cechą konfliktów zbrojnych.

Gospodarka ukraińska zaczęła dość szybko odbudowywać się po szoku wywołanym agresją. Spadek PKB zatrzymał się w połowie 2022 roku, w 2023 stopa wzrostu osiągnęła 5,3%, a rok 2024 zamknie się wzrostem ok. 4,0% (prognozy). W 2023 roku inflacja na koniec roku wynosiła 5,1%. Prognozy Banku na rok 2024 wskazują na dziewięcioprocentową inflację, co związane jest z mniejszymi niż przewidywano zbiorami przekładającymi się na wzrost cen żywności, wzrostem kosztów produkcji (elektryczności, pracy) oraz osłabieniem hrywny.

Bank i eksperci wskazują na stale zwiększone ryzyko realizacji prognoz makroekonomicznych i niepewność związaną z rozwojem gospodarki. Warto wskazać również, że w kontekście wojny ostrożnie należy interpretować wskaźniki makroekonomiczne. Nie są one pozbawione wad nawet w czasach pokoju. W czasie wojny spadać może dostępność dóbr i usług będących częścią koszyka dóbr konsumenckich, stąd trudno zachować stałą strukturę konsumpcji i porównywalność przeciętnego poziomu cen z okresem przed inwazją.

Krótkookresowe efekty polityki NBU w świetle badań własnych

Ze względu na niemożliwość dokonania pełnej oceny polityki NBU w czasie wojny z wykorzystaniem modelowania ekonometrycznego, do badań własnych w tym projekcie wybrałyśmy dwa istotne elementy polityki pieniężnej prowadzonej w strategii BCI. Pierwszym z nich jest komunikacja z rynkami. Drugim – reakcja oczekiwań inflacyjnych na wojnę.

Komunikacja z rynkami realizująca postulat przejrzystości polityki pieniężnej ma klarownie wyjaśniać społeczeństwu sytuację w gospodarce, siły wpływające na

inflację, a także wskazywać na kolejne posunięcia banku centralnego. Dzięki temu, gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom łatwiej jest prognozować inflację czyli formułować oczekiwania inflacyjne. Prywatne prognozy wpływają natomiast na nasze decyzje gospodarcze dotyczące, np. konsumpcji (zwiększamy konsumpcję bieżącą spodziewając się wzrostu cen w przyszłości) czy cen (firmy podnoszą ceny dziś spodziewając się rychłego wzrostu kosztów).

W badaniu komunikacji Narodowego Banku Ukrainy uwzględniono dwa narzędzia komunikacji: **oświadczenia Banku wydawane po decyzjach o stopach procentowych** publikowane na stronach internetowych Banku oraz jego **posty na kanale społecznościowym Twitter/X**. Pierwszy z instrumentów jest standardowym, regularnie wykorzystywanym, jednym z najważniejszych (obok Raportów o Inflacji z prognozą makroekonomiczną) narzędzi komunikacji. Bank centralny informuje w nim o decyzji o stopach procentowych oraz wyjaśnia decyzję odwołując się do opisu sytuacji bieżącej i prognozowanej. Drugie narzędzie – posty na Twitterze/X – są nowoczesnym sposobem komunikacji banków centralnych z rynkami, odpowiadającym na potrzebę komunikacji z szerokim gronem odbiorców, niekoniecznie zagłębiającym się w komunikaty o bardziej oficjalnym charakterze. Posty na Twitterze/X mają bardziej zróżnicowany charakter niż komunikaty poddecyzyjne, są krótkie i napisane bardziej codziennym językiem.

NBU prowadzi anglojęzyczny profil na Twitterze/X od września 2019 roku. W badaniu wyodrębniłyśmy próbkę przedwojenną (wrzesień 2019 – do dnia inwazji) dla której zebraliśmy 19 komunikatów poddecyzyjnych i 490 postów oraz próbkę komunikacji w czasie wojny (22.02.2022 – marzec 2024) obejmującą 17 komunikatów i 174 posty.

Korzystając z narzędzi lingwistyki obliczeniowej (metody słownikowe przy wykorzystaniu kilku słowników), algorytmu VADER i ChataGPT-4o oszacowałyśmy wartość czterech zmiennych i porównałyśmy je dla okresu przedwojennego i czasu inwazji: **sentymetu tekstów, biegunowości, subiektywności i nasycenia komunikacji językiem wojny**. Dwa pierwsze wskaźniki pokazują, czy komunikacja była bardziej pozytywna (wskazująca na optymistyczną sytuację w gospodarce, ale i na możliwą presję inflacyjną) czy bardziej negatywna. Wskaźnik subiektywności sprawdza nasycenie tekstu wyrażeniami nacechowanymi emocjonalnie bądź pozytywnymi albo negatywnymi i pozwala sklasyfikować dokumenty jako obiektywne lub subiektywne. Nasycenie komunikacji językiem wojny zostało zbadane dzięki **opracowaniu autorskiego słownika wojennego** zawierającego ok. 100 słów odnoszących się do konfliktu zbrojnego, które nie występują w zwyczajnej komunikacji banków centralnych. Przy opracowaniu słownika uwzględniliśmy zarówno język wojny w ujęciu ogólnym, jak i specyficzne wyrażenia związane z tym konfliktem, np. sformułowanie *korytarz zbożowy*.

Zastosowawszy testy nieparametryczne potwierdziłyśmy inny rozkład czterech zmiennych (sentymet, biegunowość, subiektywność, nasycenie językiem wojny) przed i

w trakcie inwazji. I tak **język NBU stał się bardziej subiektywny i naturalnie, często stosował wyrażenia wojenne**. Bardzo ciekawym wnioskiem z badania jest to, że w **trakcie inwazji przeciętny sentyment wypowiedzi wzrósł**, a co za tym idzie, język Banku był bardziej pozytywny w opisie bieżącej i prognozowanej sytuacji gospodarczej niż przed inwazją. Tłumaczyć można to po pierwsze, efektem bazy (przeinwazyjna próbka obejmuje kryzys pandemiczny z bardzo pesymistyczną komunikacją), po drugie – wspomnianym powyżej relatywnie krótkim okresem załamania gospodarczego w Ukrainie. Po trzecie wreszcie, wniosek ten pozwala na stwierdzenie, że **Narodowy Bank Ukrainy nie stosował propagandy w kontekście komunikacji publicznej** unikając manipulacji opisem sytuacji gospodarczej tak, by wywrzeć naciski na partnerów zagranicznych ułatwiając pozyskanie ich pomocy. Opisy sytuacji odpowiadały rzeczywistości gospodarczej (poprawiającej się). Komunikację NBU można opisywać w kategoriach **dyplomacji publicznej** – obiektywnej i otwartej komunikacji skierowanej również do partnerów zewnętrznych, nie unikającej jednocześnie odniesień do wojny i jej wpływu na gospodarkę.

Drugi aspekt ujęty bezpośrednio w badaniu empirycznym dotyczy wpływu wojny na zmianę oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i profesjonalistów. Polityka prowadzona w strategii BCI to polityka nakierowana na stabilizację oczekiwań, w szczególności na ich kotwiczenie na celu nadrzędnym. W badaniu tym, jak wspomniano powyżej, nie mogłyśmy zastosować modelowania współzależności między zmiennymi w czasie wojny ze względu na relatywnie krótką próbkę wojenną. Dlatego wykorzystaliśmy **tzw. analizę interwencji**. Dla danych sprzed inwazji (od marca 2018) oszacowałyśmy, jak kształtowałyby się oczekiwania gdyby interwencja (wojna) nie miała miejsca. Następnie porównaliśmy różnicę między prognozowanymi oczekiwaniami z modelu (bez interwencji) a faktycznymi oczekiwaniami. Badanie to poprzedzono testami na istnienie tzw. przerw strukturalnych w szeregach czasowych, które wskazują, czy dana zmienna – tu oczekiwania - przebiegała w inny sposób (np. rosła szybciej lub wolniej). Zbadaliśmy oczekiwania co do inflacji w ciągu roku konsumentów i profesjonalistów.

Profesjoniści reprezentowani przez specjalistów rynku finansowego z kluczowych instytucji ukraińskiego sektora finansowego (wykorzystałyśmy dane instytucji przeprowadzającej profesjonalne sondaże – Consensus Economics) zareagowali na inwazję w przewidywalny sposób: ich oczekiwania były przeciętnie dwukrotnie wyższe niż miałyby to miejsce przy braku interwencji. Wzrost oczekiwań przewyższył znacznie wzrost oczekiwań Polskich profesjonalistów.

Wyniki dla ukraińskich gospodarstw domowych są natomiast zaskakujące. Ich oczekiwania (pozyskane z sondaży NBU) nie zareagowały na wojnę (reakcję wykazują niektóre testy, nie ma jej jednak w długim terminie). Brak odpowiedzi wytłumaczyć można jakością danych. Pierwsze powojenne sondaże wskazywały na znaczący spadek

prywatnych prognoz, co we wczesnym okresie inwazji i destabilizacji gospodarki jest szczególnie zaskakujące. NBU nie skomentował wyników tych sondaży. Jak wspomnieliśmy powyżej, w okresie inwazji, szczególnie w jej początkach, pomiar inflacji i jej prognozowanie mogły być znacząco utrudnione ze względu na zmianę dostępnego koszyka dóbr i usług. Stąd gospodarstwa domowe, które w ocenie inflacji i jej prognozach odwołują się właśnie do własnego koszyka, mogły inaczej prognozować niż w sytuacji standardowej. Po drugie, gospodarstwa domowe mogły zareagować na ogólny program stabilizacyjny uruchomiony przez NBU i wsparty działaniami rządu. Usztywnienie kursu mogło zostać uznane za skuteczny mechanizm stabilizacyjny, a informacje rządu o zawieszeniu podwyżek cen ciepła i gazu czy obniżka podatków pośrednich sprzyjać obniżce oczekiwań.

Badanie dotyczące własności oczekiwań zostało pogłębione przy zastosowaniu metod opartych na miarach entropii i algorytmie DTW. Pierwsze narzędzie pozwoliło na ocenę relacji między bieżącą inflacją a oczekiwaniami oraz między oczekiwaniami obu grup uczestników rynku (konsumentów i profesjonalistów). Drugie narzędzie pozwoliło na ocenę, czy w czasie wojny oczekiwania były bardziej zorientowane na przyszłą czy na przeszłą inflację.

To badanie potwierdziło zmiany w relacjach między zmiennymi. W czasie inwazji, relacje między przeszłą inflacją o oczekiwaniami były słabsze w przypadku profesjonalistów Ukraińskich, a wyższe dla konsumentów. Wzrosły współzależności między oczekiwaniami obu grup, także przy założeniu, że inne niż przeszła inflacja czynniki kształtują oczekiwania. Orientacja na przyszłość dominująca w oczekiwaniach obu grup wzrosła nieznacznie w czasie wojny.

Rozpoznanie mechanizmów formułowania oczekiwań ma znacznie dla banku centralnego. Lepsze jest ich zorientowanie na przyszłość niż odwoływanie do inflacji z przeszłości, szczególnie gdy ta jest wysoka. Lepsza jest też większa koordynacja oczekiwań różnych grup uczestników życia gospodarczego. Łatwiej jest wówczas sterować oczekiwaniami.

Warto dodać, że obawa o gwałtowny wzrost oczekiwań w związku z inwazją była jedną z najczęściej wyrażanych przez Narodowy Bank Ukrainy. Aby przeciwdziałać takim zmianom wprowadzono na początku inwazji sztywny kurs walutowy oraz znacząco podniesiono stopę procentową. Środki te okazały się na tyle skuteczne, że Bank dość szybko rozpoczął poluzowywanie polityki.

Kontekst społeczny polityki pieniężnej i integracja z Unią Europejską

Banki centralne bezpośrednio realizując mandaty związane ze stabilnością cen czy stabilnością finansową, **pośrednio wpływają na obywateli i jakość życia**. Przyjmuje się,

że stabilna i niska w długim okresie inflacja jest najlepszym wkładem do wzrostu gospodarczego. Dodatkowo wsparcie polityki pro wzrostowej rządu stało się celem warunkowym banków centralnych – w momencie skutecznej realizacji celu inflacyjnego, banki mogą wspierać politykę ogólnogospodarczą rządu. Zakłada się, że wzrost gospodarczy przekłada się na dobrobyt społeczny – im bogatsze społeczeństwo tym szczęśliwsze. Takie podejście do dobrobytu jest jednak uproszczone, bo o nim decydują również czynniki jakościowe, jak stabilność, bezpieczeństwo, jakość usług publicznych czy jakość życia w danego gospodarce.

Wojna jest najbardziej bezpośrednim zagrożeniem dla dobrobytu w skali makro i dla jakości życia jednostek nie tylko poprzez obniżenie wzrostu gospodarczego. **W kontekście społecznym politykę pieniężną w czasie inwazji rozumieć można właśnie jako politykę nakierowaną na stabilność makroekonomiczną i zapewnienie funkcjonowania państwa.** NBU wypełniał tę rolę w badanym okresie jako instytucja, która przyczyniła się do ograniczenia nierównowagi w gospodarce. Działania Banku wpływały także na funkcjonowanie systemu bankowego i systemu rozliczeń, który przykładowo pozwalał na rozliczanie płatności kartami nawet w najbardziej chaotycznym początkowym okresie rosyjskiej inwazji.

Wpływ działań banku centralnego na dobrobyt nie jest łatwy do oceny ze względu na dane, jakie należałoby wykorzystać w takiej analizie. Można jednak wskazać na pewne aspekty polityki, które znajdują przełożenie na bieżące funkcjonowanie podmiotów gospodarujących. W przypadku NBU będzie to działanie zmierzające do zapewnienia funkcjonowania gospodarki i państwa w czasie wojny, opisane powyżej. Bank akceptował finansowanie państwa w przypadku, gdy wydatki z tych środków pokrywały potrzeby militarne i ważne potrzeby społeczne. Prowadził komunikację z rynkami niebędąca propagandą. Negocjował z bankami centralnymi krajów europejskich udogodnienia dla obywateli opuszczających kraj w związku z wojną, takie jak możliwość bezpośredniej wymiany hrywn na waluty lokalne. Opracowywał programy zwiększające poziom wiedzy finansowej wśród Ukraińców.

Ukraina złożyła wniosek o wejście do Unii Europejskiej 28 lutego 2022 roku. Status kandydata przyznano jej 23 czerwca 2023 roku. **Dla banku centralnego integracja ze strukturami europejskimi ma kilka aspektów.** Po pierwsze, **Komisja Europejska ocenia Ukrainę jako umiarkowanie przygotowaną do integracji z perspektywy polityki pieniężnej.** Wskazuje na konieczność powrotu do ram strategii BCI z płynnym kursem walutowym i na inny mandat Banku w czasie wojny. Podkreśla konieczność zaprzestania finansowania deficytu budżetowego przez NBU. Od czasu sporządzenia tej oceny, NBU poczynił już kroki w kierunku wprowadzenia tych zmian, jednakże, co przyznaje również Komisja, ze względu na rosyjską agresję na Ukrainę i pełnoskalową wojnę, zmiany w polityce nie są możliwe do szybkiego wprowadzenia (European Commission, 2023).

Wątpliwości budzi także niezależność NBU. Ramy prawne gwarantują ją w wymiarach wymaganych przez UE (funkcjonalnym, instytucjonalnym, osobistym i finansowym), przy czym na podstawie Prawa Wojennego aspekt finansowy jest zawieszony. Dokonane w 2021 roku zmiany w prawie zwiększyły niezależność NBU wskazując, że Bank musi samodzielnie realizować zadania i decydować o wykorzystanych instrumentach – bez uwzględniania instrukcji z zewnątrz. Jednakże zapisy ciągle dopuszczają pewien zakres interakcji z rządem (konsultacje). Tu ponownie wojna zwiększyła zakres współpracy na linii Bank – rząd.

Zgodnie z obowiązującym prawem, prezydent lub parlament mogą także odwołać członka komitetu monetarnego przed upływem kadencji bez procedury sądowej i odwoławczej. Jest to istotne naruszenie niezależności w aspekcie osobistym.

Zmiany w prawie i praktyce Banku prowadzące do pełnego dostosowania w obszarze polityki pieniężnej do wymogów UE nie będą możliwe przed zakończeniem wojny. Zmiany w prawie wymagają również woli politycznej i są inicjatywą parlamentu oraz administracji rządowej, nie banku centralnego.

Perspektywa kraju sąsiedzkiego

W tym projekcie badane były dwa kraje: Ukraina oraz Polska, kraj sąsiedzki, którego polityka stanowiła pewien punkt odniesienia. Polska nie jest bezpośrednio dotknięta skutkami wojny, jednak podlega innym związanym z nią presjom globalnym (ceny i łańcuchy dostaw energii), a dodatkowo, ze względu na szczególne położenie geograficzne, przyjęła uchodźców z Ukrainy i stała się częścią zrestrukturyzowanych korytarzy w łańcuchach dostaw. Stąd **polityka operacyjna Narodowego Banku Polskiego – przy niezmiennych ramach strategicznych – odpowiadała na sytuację globalną i lokalną związaną z wojną**. NBP deklarował również w standardowych i nadzwyczajnych komunikatach, że ocenia sytuację związaną z wojną i jej wpływ na gospodarkę Polską. W pierwszych dniach po inwazji wskazywał na relatywnie mały udział eksportu z Polski do Ukrainy i Rosji jako czynnik ograniczający negatywny wpływ inwazji na gospodarkę. Czynniki ryzyka wiązały natomiast ze skokowym wzrostem cen energii mających wpływ na gospodarkę krajową i związane z Polską gospodarki europejskie oraz na niespójne z fundamentami gospodarki polskiej osłabienie złotego, którym przeciwdziałał interweniując na rynku walutowym.

Bezpośrednia współpraca NBP z NBU była ograniczona. NBP w ramach umowy z NBU ustanowił linię swapową dla NBU, najpierw w złotych, a następnie, na prośbę strony ukraińskiej, dla walut USD/UAH. Zorganizowano również możliwość bezpośredniej wymiany hrywny na złote w wybranych bankach polskich. Inne ogłoszone społeczeństwu formy współpracy i pomocy miały charakter solidarnościowy.

Analizy sytuacji gospodarczej przeprowadzane przez NBP, a publikowana w Raportach o Inflacji tuż po inwazji, w znacznym stopniu opisywały skutki agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie dla polskiej gospodarki. Nie był to jednak temat dominujący – w tamtym okresie NBP omawiał jeszcze wpływ pandemii na gospodarkę czy funkcjonowanie w sytuacji wzrastającej inflacji. Wraz z dostosowywaniem się sytuacji gospodarczej do szoku politycznego nie tylko gospodarki polskiej, ale gospodarek światowych w ogóle, a także w wyniku dość szybkiego ustabilizowania gospodarki ukraińskiej, temat wojny wygasnął w komunikacji NBP.

Przeprowadzone przez nas analizy słownikowe z wykorzystaniem słownika języka wojennego nie wskazały na istotne znaczeni tematu *wojna*. Co więcej, o ile komunikacja NBU w naturalny sposób została zdominowana przez temat związany z agresją, w przypadku NBP był to jeden z wątków analizowanych przez pryzmat wpływu na krajową inflację i wzrost. Warto dodać jednak, że Narodowy Bank Polski w publikowanych materiałach konsekwentnie mówi o *rosyjskiej agresji* lub *inwazji na Ukrainę*. Kwestia ta ma znaczenie ze względów symbolicznych czy solidarnościowych, bo przeciwstawia się zmiękczeniu znaczenia wojny i wskazuje na agresora. W wielu dysputach naukowych i politycznych używane jest natomiast słowo *konflikt*.

Wyniki badań przeprowadzonych nad skutkami wojny w Ukrainie dla Polski, wskazują wzrost oczekiwań inflacyjnych wywołany wojną ponad ten, który wynikałby z czynników globalnych zarówno dla konsumentów, jak i profesjonalistów. W badaniu wykorzystaliśmy te same metody, co dla badania oczekiwań w Ukrainie.

Podsumowując wątek polskiej polityki pieniężnej w czasie rosyjskiej inwazji na Ukrainę, podkreślić należy brak zmian strategicznych i operacyjnych i uwzględnianie sytuacji Ukrainy jako jednego z wielu czynników decydujących o wynikach polskiej gospodarki.

Podsumowanie

W podsumowaniu przedstawimy syntetyczne wnioski z badania szerzej przedstawione w tym raporcie poprzez odniesienie się do celów szczegółowych.

CS 1. Ocena podobieństw i możliwości zastosowania szczególnych środków polityki pieniężnej na podstawie doświadczeń z innych konfliktów zbrojnych.

Przeszłe konflikty zbrojne wskazują na usztywnienie kursu walutowego oraz finansowanie wysiłku wojennego przez bank centralny jako najczęściej stosowane narzędzia stabilizacyjne. Nie ma jednak jednoznacznych recept, co do ich stosowania, bo zależą od czynników warunkujących funkcjonowanie gospodarki dotkniętej wojną przed wojną oraz od charakteru i skali inwazji. Długookresowe skutki ich stosowania mogą być negatywne,

utrudniać funkcjonowanie gospodarek w czasie wojny i powojenną odbudowę (narastanie nierównowagi i wysoka inflacja).

CS 2. Identyfikacja lokalnych i globalnych uwarunkowań wpływających na politykę pieniężną w czasie wojny w Ukrainie i w Polsce.

Polityka pieniężna obu banków w momencie inwazji odpowiadała jeszcze na szok pandemiczny, prowadzona była w warunkach rosnącej inflacji globalnej, której szczyt przypadł na pierwszy rok inwazji i przy rosnących cenach energii na rykach światowych. W przypadku Polski, wojna była jednym z wielu czynników wpływających na decyzje banku centralnego. W Ukrainie decyzje banku podyktowane były koniecznością utrzymania funkcjonowania gospodarki - polityka stabilizacji cen została zastąpiona polityką makrostabilizacyjną i finansowania wysiłku wojennego w warunkach pełnoskalowej inwazji, znacznych start w infrastrukturze i kapitale ludzkim. Działania stabilizacyjne były szczególnie istotne w początkach inwazji, następnie polityka NBU odpowiadała na potrzeby dostosowującej się po szoku gospodarki.

CS 3. Identyfikacja narzędzi wykorzystanych przez NBP i NBU oraz odchyień od ram strategicznych polityki badanych banków centralnych.

Strategiczne ramy polityki pieniężnej NBU zmieniły się w zakresie mandatu (cel stabilności cen zastąpiony celem makrostabilizacyjnym), niezależności (finansowanie państwa poprzez skup papierów rządowych), odejścia od kursu płynnego. Wraz ze stabilizacją sytuacji gospodarczej podczas wojny, kurs sztywny został zastąpiony kursem płynnym zarządzanym, Bank zaprzestał też finansowania państwa. W ramach działań operacyjnych, Bank stosował instrumenty stabilizujące rynek walutowy i międzybankowy, wśród nich znajdowały się instrumenty administracyjne.

W polityce NBP nie było zmian strategicznych, ani związanych z inwazją zmian w polityce operacyjnej.

CS 4. Ocena krótkookresowych efektów polityki pieniężnej.

Ocena efektów krótkookresowych dokonana została w zakresie komunikacji banków centralnych i kształtowanie się oczekiwań w czasie wojny. Komunikacja NBU stała się bardziej subiektywna, objęta nowy obszar (wojna). Jej ton odzwierciedlał sytuację gospodarczą, stąd wpisuje się w nurt dyplomacji publicznej, a nie propagandy. Komunikaty poddecyzyjne były bardziej czytelne i jednoznaczne w interpretacji tonu niż posty na Twitterze/X. Komunikacja NBP nie zmieniła się, co do zakresu – wojna była jednym z czynników wpływających na procesy inflacyjne w kraju.

Profesjoniści z obu gospodarek oraz konsumenci z Polski podnieśli oczekiwania inflacyjne w związku z wojną, bardziej niż wynikałoby to z globalnych trendów w inflacji.

Reakcji takiej nie odnotowano dla konsumentów Ukraińskich, co jest jednym z najbardziej zaskakujących wyników badania. Po inwazji oczekiwania były bardziej zbieżne z przeszłą inflacją (z wyjątkiem oczekiwań profesjonalistów z Ukrainy), bardziej zorientowane na przyszłość, wystąpiła też większa zbieżność między oczekiwaniami konsumentów i profesjonalistów.

Badania nad efektami polityki pieniężnej w czasie rosyjskiej inwazji na Ukrainę należy kontynuować, zarówno dla Ukrainy, jak i innych gospodarek dotkniętych pośrednio skutkami agresji. Warto dodać, że polityka NBU prowadzona w czasie wojny jest oceniana relatywnie wysoko przez instytucje międzynarodowe.

Wykorzystana literatura

Czech National Bank (2023), *Monetary Policy in the Midst of War: The case of Ukraine*, *Central Bank Monitoring*, CNB, Prague 2023.

Danylyshyn, B. and Bohdan, I. (2022). Monetary policy during the wartime: How to ensure macroeconomic stability. *Management and Financial Innovations*, 19:344–359. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19\(2\).2022.30](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.19(2).2022.30).

Goodhart. CAE (2011). The changing role of central banks. *Financial History Review*. 8(2):135-154. doi: <https://doi.org/10.1017/S0968565011000096>.

Hammond, G. (2012), *State of the Art of Inflation Targeting*, Centre for Central Bank Studies Handbook No. 29, Bank of England.

Herger, N. (2019), *Understanding Central Banks*, Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-05162-4>.

NBU (2022a). *Monetary Policy Guidelines for the Duration of Martial Law. Technical Report*. National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/hJTwdlrBPNWeMzk> [dostęp: 20/03/2024].

NBU (2022b), *Inflation Report*, August 2022, National Bank of Ukraine.

NBU (2022c), *NBU Buys Out War Bonds for UAH 20 Billion and May Continue Financing Critical Expenses of Government under Martial Law*, <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-vikupiv-viyskovi-obligatsiyi-na-20-mlrd-grn-i-za-neobhidnosti-prodovjit-finansuvati-kritichni-vidatki-uryadu-v-umovah-voyennogo-stanu> [dostęp: 20/03/2024].

NBU (2022d), *How Ukraine's Banking System and FX Market Will Work from 24 February 2022 Under Martial Law Throughout Ukraine*, <https://bank.gov.ua/en/news/all/pro->

[robotu-bankivskoyi-sistemi-ta-valyutnogo-rinku-z-24-lyutogo-2022-roku-za-umovi-voyennogo-stanu-po-vsij-teritoriyi-ukrayini](#) [dostęp: 10/10/2023].

NBU (2022e), *NBU Starts Implementing Announced Measures to Enhance Monetary Transmission*, <https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-rozpochav-implementatsiyu-anonsovanih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi> [dostęp: 20/03/2023].

NBU (2023a), *NBU Cuts Key Policy Rate to 22%*, <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zniziv-oblikovu-stavku-do-22> [dostęp: 10/03/2024] [dostęp: 20/10/2024].

NBU (2023b), *NBU Introduces Managed Flexibility of Exchange Rate to Strengthen Resilience of the economy and the FX Market* <https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-vprovadjuye-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki> [dostęp: 10/03/2024].

NBU (2024), *Inflation Report*, August 2024, National Bank of Ukraine.

O'Brien, P., Palma, N., 2020. Danger to the Old Lady of Threadneedle street? The Bank Restriction Act and the regime shift to paper money, 1797-1821. *European Review of Economic History* 24, 390–426. doi: <https://doi.org/10.1093/ereh/hez008>.

Poast, P. (2015), Central Banks at War. *International Organization*. 2015;69(1):63-95. doi: <https://doi.org/10.1017/S0020818314000265>.

Pyshnyy, A (2024), *NBU Governor: Ukraine's victory should be part of central banks' mandates*, <https://kyvindependent.com/nbu-governor-ukraines-victory-should-be-part-of-central-banks-mandates/> [dostęp: 20/03/2024].

Whittlesey, C., 1943. *The Banking System and War Finance*. Occasional Paper 8. National Bureau of Economic Research.

Publikacje własne powstałe w trakcie realizacji projektu i wykorzystane w raporcie

Motuzka O., Szyszko M. (2024), The National Bank of Ukraine in Time of the War: The Preliminary Assessment of Actions and Effects, *Statistics of Ukraine*, 104(2), 12-22. Retrieved from <https://su-journal.com.ua/index.php/journal/article/view/438> [access: 02.11.2024].

Motuzka O., Szyszko M. (2024), An Assessment of the Monetary Policy of the National Bank of Ukraine in Time of the War in Ukraine: Tools and Effects. *Scientific Innovations and Advanced Technologies*, 12(40), in press, to be available online on the journal website in Dec. 2024

Szyszeko M., Kliber A., Motuzka O. (2024), Changes in the inflation expectations of consumers and professionals after the Russian invasion of Ukraine: The case of Ukraine and Poland, *International Journal of Management and Economics*, in press¹.

Szyszeko M., Rutkowska A., Motuzka O. (2025), Inflation expectations proprieties during the war. The case of Ukraine and Poland, *Economics and Business Review*, under review.

Szyszeko M., Rutkowska A., Motuzka O. (2025), Central bank communication during the war: The case of the National Bank of Ukraine, *Post-Soviet Affairs*, under review.

Dodatkowe materiały opracowane w trakcie projektu:

Filmy informacyjno-edukacyjne (w języku angielskim)

[Part 0](#): Introduction

[Part 1](#): Modern monetary policy

[Part 2](#): Ukrainian economy under the war

[Part 3](#): Monetary policy during the invasion

Case study: *Monetary policy operations during standard times and a political shock*

Języki: [angielski](#), [polski](#), and [ukraiński](#).

Linki dostępne do listopada 2025.

¹ Preprint tego artykułu dostępny jest jako: Szyszeko, M., Kliber, A. and Motuzka, O. (2024). *Changes in the Inflation Expectations of Consumers and Professionals after the Russian Invasion of Ukraine: The Case of Ukraine and Poland*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4930585>.