

Nr 1(86) 2022

eISSN 2544-7068

---

# BEZPIECZNY BANK

---

Nr 1(86) 2022

eISSN 2544-7068

---

# BEZPIECZNY BANK

## SAFE BANK

**BEZPIECZNY BANK** jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

#### KOMITET REDAKCYJNY

prof. Jan Szambelańczyk – Redaktor Naczelny  
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
prof. Ryszard Kokoszcyński  
prof. Monika Marcinkowska  
prof. Ewa Miklaszewska  
prof. Krzysztof Opolski  
dr Ewa Kulińska-Sadłocha  
Artur Radomski  
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

#### RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA

dr Marek Dietl – Przewodniczący  
prof. Angel Berges Lobera  
prof. Paola Bongini  
prof. Santiago Carbo-Valverde  
prof. Eugeniusz Gatnar  
prof. Jacek Jastrzębski  
prof. Marko Košak  
dr Magdalena Koziańska  
prof. Anzhela Kuznetsova  
prof. Edgar Löw  
dr Kamil Mrocza  
prof. Leszek Pawłowicz  
Krzysztof Pietraszkiewicz  
prof. Sebastian Skuza  
prof. Andrzej Sławiński  
dr Olga Szczepańska

Artykuły publikowane w BEZPIECZNYM BANKU są recenzowane.  
Czasopismo BEZPIECZNY BANK znajduje się w Wykazie czasopism naukowych i wydawnictw MNiSW i MEiN (40 punktów).  
BEZPIECZNY BANK eISSN 2544-7068  
Wcześniejsze wydania BEZPIECZNEGO BANKU miały numer ISSN 1429-2939

#### REDAKCJA TECHNICZNA

Krystyna Kawerska

#### WYDAWCA

Bankowy Fundusz Gwarancyjny  
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4  
00-546 Warszawa

#### SEKRETARIAT REDAKCJI

Ewa Teleżyńska  
Telefon: 22 583 08 78  
e-mail: redakcja@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: **[www.bfg.pl](http://www.bfg.pl)**



Opracowanie komputerowe:  
Dom Wydawniczy ELIPSA  
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa  
tel. 22 635 03 01, e-mail: elipsa@elipsa.pl,  
[www.elipsa.pl](http://www.elipsa.pl)

# W numerze

.....

Jan Szambelańczyk – *Od Redakcji* ..... 6

## Problemy i poglądy

Oleksandra Moskalenko, *How is the post-pandemic economy transforming into a post-war economy in Ukraine: challenges for economic policy and society?* ..... 9

Oleksiy Druhov, Vira Druhova, *Banking System in Ukraine 2022: Before and in the Wartime* ..... 33

Sophia Lobozyńska, Iryna Skomorovych, Ulyana Vladychyn, *Activities of the National Bank of Ukraine under Martial Law* ..... 49

Bogdan Pshik, Roman Oleynyuk, *Sytuacja finansowa na Ukrainie i środki zapewniające jej stabilność w czasie wojny* ..... 65

Piotr Mielus, *Reakcja rynku finansowego na wybuch wojny rosyjsko-ukraińskiej w porównaniu do reakcji na wybuch pandemii COVID-19 w Europie* ..... 80

## Miscellanea

Jan Szambelańczyk, *O antologii komentarzy eksperckich dotyczących kredytów frankowych* ..... 100

## Recenzje

Eugeniusz Gostomski, *Recenzja monografii Magdaleny Ziolo, Anny Spoz i Ewy Kulińskiej-Sadłocha „Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa”. PWE, Warszawa 2021* ..... 120

## Contents

.....

Jan Szambelańczyk – <i>A word from the Editor</i> .....	6
---	---

### Problems and Opinions

Oleksandra Moskalenko, <i>How is the post-pandemic economy transforming into a post-war economy in Ukraine: challenges for economic policy and society?</i> .....	9
Oleksiy Druhov, Vira Druhova, <i>Banking System in Ukraine 2022: Before and in the Wartime</i> .....	33
Sophia Lobozyńska, Iryna Skomorovych, Ulyana Vladychyn, <i>Activities of the National Bank of Ukraine under Martial Law</i> .....	49
Bogdan Pshik, Roman Oleynyuk, <i>Ensuring the Stability of the Financial System in Ukraine During the War</i> .....	65
Piotr Mielus, <i>Reaction of the financial market: a comparison of the war in Ukraine and the COVID-19 pandemic in Europe</i> .....	80

### Miscellanea

Jan Szambelańczyk, <i>On an anthology of expert comments concerning loans in Swiss francs</i> .....	100
---	-----

### Reviews

Eugeniusz Gostomski, <i>Review of the monograph of Magdalena Zioto, Anna Spoz and Ewa Kulińska-Sadłocha "Sustainable financial markets. Domestic and international perspective". PWE, Warsaw 2021</i> .....	120
---	-----



## Od Redakcji

Prezentujemy PT Czytelnikom pierwszy w 2022 roku specjalny – ukraiński w charakterze – numer Bezpiecznego Banku.

W słowie wstępnym do poprzedniego numeru naszego czasopisma nakreśliłem szereg problemów, z jakimi przyjdzie zmagać się na świecie w 2022 roku. Wymieniając konflikt pomiędzy Chinami i USA, wskazałem na asertywną politykę Rosji w stosunku do bliższej i dalszej zagranicy oraz napięcia wewnątrz Unii Europejskiej. W tle tych uwag była nierównowaga globalna, w jakiej znajduje się świat po rozpadzie Związku Radzieckiego oraz wobec rosnącej mocarstwowości Chin. Okazuje się także, że historia świata w większym niż by się wydawało zakresie zależy od woli jednostek nadających charakter polityce i działaniom mocarstw. Łatwo się o tym przekonać rozważając alternatywne scenariusze obsady personalnej najważniejszych stanowisk w Chinach, Rosji i USA, ale także w mniej znaczących państwach.

I tym razem, jak wielokrotnie w przeszłości, okazuje się, że przewidywanie przyszłości obarczone jest wysokim ryzykiem. Może nie zupełnie znieenacka, ale wbrew oczekiwaniom zdecydowanej większości społeczności międzynarodowej świat nagle stanął wobec całkiem nowych wyzwań w następstwie zamiany asertywnej polityki Rosji w agresywne działania wojenne wobec Ukrainy – a deklaratywnie nawet u progu III wojny światowej.

Zachowując właściwe proporcje dla strasznych dramatów ludzkich oraz katastrofalnych zniszczeń infrastruktury materialnej czy strat finansowych w następstwie działań wojennych, zwracam uwagę na nowe aspekty relacji na zglobalizowanym rynku finansowym, a także innowacyjny arsenał sankcji, jakie część wspólnoty międzynarodowej wdraża w stosunku do agresora. Można tu wskazać chociażby zamrożenie rezerw walutowych banku centralnego Rosji, wykluczenie rosyjskich banków z operacji na platformie SWIFT, perturbacje na światowych rynkach surowców. Osobna grupa problemów to gwałtowne zmiany kursów walut czy notowań akcji podmiotów zlokalizowanych na terytorium państw bliskich rejonowi działań wojennych. Szczególnie zaś tych, które mogą być zagrożone imperialną koncepcją prezydenta Rosji W.W. Putina. Wydaje się także, że dla pewności obrotu gospodarczego z zagranicą, a także praw własności w ujęciu transgranicznym, trzeba będzie

uksztalować nowy paradygmat, biorąc pod uwagę doświadczenia ostatnich dwóch dekad. Trudno jeszcze o pełniejszą identyfikację średnio- i długoterminowych konsekwencji doświadczeń, jakie zdobywamy po 24 lutego 2022 r. I to w bardzo wielu obszarach życia społeczno-ekonomicznego, a także polityczno-militarnego. Mamy bowiem do czynienia z nieznaną od czasów II wojny światowej intensywnością migracji, a także skokowymi zmianami struktury demograficznej w krajach przyjmujących uchodźców, za którymi kryją się niezbadane konsekwencje dla polityk publicznych, budżetu, rynku pracy, systemu ochrony zdrowia, edukacji, mieszkalnictwa i innych. Okazuje się także, że niezwykle gwałtownie weryfikujemy ukształtowane stereotypy (np. potęga militarna Rosji vs rozbrojona Ukraina, ogromne zróżnicowanie podejścia do Rosji przez inne kraje vs solidarność z Ukrainą, cele i skutki sankcji finansowych nakładanych na agresora, relacje transatlantyckie i siła militarna europejskich państw NATO, wydatki na zbrojenia vs polityka proekologiczna, sub-sojusze w ramach UE, gotowość do absorpcji uchodźców, siła przekazów medialnych dla postaw ludności i wiele innych). Jak gdyby na marginesie toczących się procesów poznajemy zaufanie obywateli do instytucji państwa, poczucia bezpieczeństwa czy wiary w stabilność narodowej waluty. Wreszcie doświadczamy tego, że nie tylko zdarzenia typu pandemia ograniczają skłonność ludzi do temporalnej mobilności oraz zmieniają strukturę konsumpcji, nie wspominając już o sferze kondycji psychicznej, nadszarpniętej ponad dwuletnim okresem zagrożeń i restrykcji pandemicznych.

Redakcja Bezpiecznego Banku reagując na nadzwyczajny charakter funkcjonowania Ukrainy, w pełnowymiarowym stanie wojny na terytorium całego państwa, postanowiła zaprosić akademików ukraińskich do błyskawicznego przygotowania artykułów charakteryzujących wybrane obszary lub aspekty szeroko pojętych finansów broniącego się przed brutalną agresją państwa i jego obywateli. Biorąc pod uwagę warunki, w jakich powstawały prezentowane w tym numerze opracowania, wyrażam głęboką wdzięczność i szacunek dla autorek i autorów, którzy odpowiedzieli na zaproszenie i podjęli to trudne wyzwanie. Jednocześnie do naszych stałych czytelników kieruję prośbę o zaakceptowanie kilkunastodniowego opóźnienia w udostępnieniu tego numeru Bezpiecznego Banku. Uznaliśmy jednak, że gorące niemal sprawozdania dotyczące spraw, o których nie donoszą media, są warte nieznanego przekroczenia tradycyjnego terminu. Podziękowania należą się także członkom Komitetu Redakcyjnego i sympatykom naszego czasopisma, którzy nie szczędzili wysiłków na rzecz pozyskania prezentowanych opracowań.

Nie charakteryzując treści poszczególnych artykułów, zwracam jedynie uwagę na aktualność danych i informacji, jakie wykorzystali ich autorzy. Na podkreślenie zasługuje także unikalny charakter sprawozdań dotyczących funkcjonowania systemu finansowego w warunkach działań wojennych i ich literalna treść, która może burzyć potoczne wyobrażenia kształtowane pod wpływem medialnych relacji z „pola walki”. Ufam także, że analizy czy oceny zamieszczone w artykułach będą miały nie tylko informacyjny, ale także instrukcyjny charakter dla różnych instytucji i podmiotów polskiego rynku finansowego.

Dodam jeszcze, że ostatni artykuł w części „Problemy i poglądy” traktuje szerzej o niektórych finansowych konsekwencjach wojny na Ukrainie i również ma bardzo aktualny charakter.

W dziale „Miscellanea” zamieszczamy omówienie dwudziestu komentarzy eksperckich wydanych nakładem Wydawnictwa Drugie w 2022 r. pod wspólnym tytułem „Kredyty frankowe. Antologia komentarzy eksperckich”. Ranga problemu kredytów denominowanych lub indeksowanych do walut obcych oraz potencjalne konsekwencje kształtowania orzecznictwa sądów powszechnych w Polsce w przedmiocie sporu kredytobiorców z bankami stanowi bardzo mocną przesłankę przemawiającą za popularyzacją tej tematyki tak dla bezpośrednich interesariuszy, profesjonalistów, jak i dla adeptów prawa czy ekonomii.

W dziale „Recenzje” Czytelnicy dowiedzą się o monografii pt. „Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa”. Do niedawna problematyka ta stanowiła główny nurt zainteresowania, jednak wydarzenia związane z wojną na Ukrainie zepchnęły ją na dalszy plan – choć w długiej perspektywie ma ona wręcz egzystencjalny charakter.

Biorąc pod uwagę specyfikę tekstów, a także ich potencjalnych czytelników, omawiany numer czasopisma ma charakter dwujęzyczny. Teksty przedłożone przez Autorów z Ukrainy w języku angielskim są w tym języku publikowane. Jeden był napisany w języku polskim i w tej wersji jest zamieszczony, natomiast oba opracowania w części Miscellanea i Recenzje są opublikowane w języku polskim, głównie dlatego, że materiały źródłowe są dostępne tylko w tym języku.

Życzę państwu udanej lektury

Redaktor Naczelny  
*Jan Szambelańczyk*



# Problemy i poglądy



DOI: 10.26354/bb.1.1.86.2022

Oleksandra Moskalenko\*

ORCID: 0000-0003-1036-5356

oleksandra.moskalenko@kneu.edu.ua

## How is the post-pandemic economy transforming into a post-war economy in Ukraine: challenges for economic policy and society?

### Abstract

The article considers the specifics of the Ukrainian economic transformation under the impact of recent macroeconomic shocks, i.e. the world pandemic and the war. The main goal of the research is the analysis of the challenges to the Ukrainian economy and society under the pandemic and the military aggression and economic policy instruments that the government used. An analysis of the new business cycle for Ukraine in W-form is presented with an explanation of the recovery trajectories, where international economic support plays its significant role. The directions of and financial resources for the recovery of Ukraine's post-war economy have been identified, including international assistance from partner countries (EU members, USA, and others), international organizations (IMF, World Bank Group, UNDP), and the Solidarity Fund that is going to be created. Preliminary estimates of damage to transport and social infrastructure, housing, and other material losses, as well as the problem of forced emigration of Ukrainian citizens are presented in this-article. The paper includes the IMF's assessments of how the war in Ukraine impacts the global economy and its practical recommendations for monetary and fiscal policies for governments.

---

\* Oleksandra Moskalenko – Professor, Doctor of Science in Economics, Department of Economic Theory, Professor at Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman (Ukraine).

**Key words:** multiple macroeconomic shocks, a pandemic, (post)-military economy, W-form of economic recovery, volunteer economy

**JEL:** E02, H22, H41, I30, O11

## Jak gospodarka postpandemiczna przekształca się na Ukrainie w powojenną: wyzwania dla polityki gospodarczej i społeczeństwa

### Streszczenie

Artykuł uwzględnia specyfikę ukraińskiej transformacji gospodarczej pod wpływem ostatnich szoków makroekonomicznych, tj. światowej pandemii i wojny. Głównym celem badań jest analiza wyzwań stojących przed ukraińskim społeczeństwem i gospodarką w warunkach pandemii oraz militarnej agresji i instrumentów polityki gospodarczej, którymi posługiwał się rząd. Przedstawiono analizę nowego cyklu koniunkturalnego dla Ukrainy w formie W z wyjaśnieniem trajektorii ożywienia, w których istotną rolę odgrywa międzynarodowe wsparcie gospodarcze. Określono kierunki i środki finansowe na odbudowę powojennej gospodarki Ukrainy, w tym pomoc międzynarodową ze strony krajów partnerskich (członków UE, USA i innych), organizacji międzynarodowych (MFW, Grupa Banku Światowego, UNDP) oraz powstającego Funduszu Solidarności. W artykule przedstawiono wstępne szacunki szkód w infrastrukturze transportowej, społecznej, mieszkaniowej i innych strat materialnych, a także problem przymusowej emigracji obywateli Ukrainy. Artykuł zawiera oceny MFW dotyczące wpływu wojny na Ukrainie na gospodarkę światową oraz praktyczne zalecenia dla rządów w zakresie polityki monetarnej i fiskalnej.

**Słowa kluczowe:** szoki makroekonomiczne, pandemia, gospodarka (post)militarna, forma ożywienia gospodarczego W, gospodarka wolontariacka

### Introduction

Ukraine's economy and society have simultaneously faced two unprecedented challenges and macroeconomic shocks: the first, the COVID-19 pandemic, and the second, Russia's full-scale military aggression against Ukraine. Such shocks have and will have enormous consequences for the economy. As for the pandemic, it was of incredible scale for the economy and society of Ukraine, but also for the global economy as a whole. Since 2014 Ukraine faced military aggression (Russia annexed Crimea and later Donetsk and Luhansk oblasts also became temporarily occupied), however not to such a high scale as from 24 February 2022.

Since the world community reacted rather weakly to the bold violation of Ukraine's territorial integrity and sovereignty by its neighbour Russia, as well as mildly responded to external threats to Ukraine, it somehow levelled the established civilizational values of the postwar world, democratic principles of states existence, as well as respect for human rights, which have been constantly violated.

Russia's imperial encroachments on the sovereignty of states, supported by the personal ambitions and misconceptions of its authorities about the international order based on the "Russian world," which have not been stopped by the international community, have led to full-scale war against the Ukrainian people. The international (or world) order, which was set up after more than 20 million lives in World War II were lost, became the property of humankind after World War II. According to it countries within the borders recognized by the international community have the right to their sovereignty, territorial integrity, and inviolability of their borders. It has been violated. Further – hesitation of the international community in 2022 in making more decisive responses to the aggressor country and economic sanctions against the invasion of Russian regular troops on Ukrainian territory, fighting against Ukrainians on its territory, has led to the loss of international law of the post-war world.

The purpose of this article is to compare the main challenges to Ukraine's economic policy and society in a pandemic economy and in the (post) war economy, economic policy instruments that the government used, and to provide expert assessments of the prospects for Ukrainian economic recovery in the postwar period. The paper is structured as follows. In section 1, the literature is reviewed to find out the scientific basis and statistical data for analyzing challenges for the economy and society of Ukraine under stress conditions. Section 2 presents features of the multiple challenges, namely economic and military, as well as political and international. Section 3 investigates the business cycle of recovery of the post-war economy of Ukraine. Moreover, this section reveals the phases of a new business cycle of Ukraine. Section 4 considers the war in Ukraine as a challenge for the global economy on the basis of the IMF's analysis. Finally, the concluding remarks are given concerning the post-war future of Ukraine through the gamut of civilisational values and democratic principles of the modern world.

## 1. Literature review

Ukraine is an outstanding example in economic history, that is multiple shocks for the economy and multi-challenges for the country's society. The analysis is based on various sources of information, so this study is interdisciplinary, covering political and economic aspects. In this short review of literature, scholarly and expert standpoints regarding the economic policies and the economic recovery under the impact of the pandemic and the war are presented.

The problems in relations between Ukraine and Russia arose in 2014 after the beginning of Russia's aggression in the eastern regions and Crimea. Due to that aggression, some territories of Ukraine, the Republic of Crimea, are temporarily occupied. Scientists considered this issue at that time through the gamut of international relations and the energy security policy of the European Union. Samuel R. Schubert & Johannes Pollak & Elina Brutschin (2014) also discussed the

critical issues concerning preserving the EU's energy independence. The topics of hard talks also were tightening the screws against Putin's regime and anchoring Ukraine tightly into the Western fold.

This war is a severe one for Ukraine and the global economy. The imperial ambitions of the undemocratic regime in Russia have compounded the issues described that underline many causes and consequences of the war waged by Russia against Ukraine. Moreover, discussions that arose eight years ago concerned Russia's policy and its energy expansion in the world economy, i.e. the energy dependence of countries and regions on gas supplies from Russia. It is necessary to consider the accompanying economic shock, specifically the pandemic that preceded the war.

Researchers and practitioners e.g., V. Heets (2021), K. Georgieva (2020), M. Sandbu (2020), A. Bénassy-Quéré, B. Weder di Mauro (2020), M. de Bolle, M. Obstfeld, and A.S. Posen (2021), J. Hassler, P. Krusell, M. Ravn, K. Storeslette (2020), J.D. Ostry, L. Prakash, and B. Andrew (2019), F. Salmon, S. Ro (2021), A. Filipenko (2021), O. Moskalenko (2021), provide analysis of economics policies for the growth and development, policy responses to COVID-19 and the formation of a post-pandemic economy. Recommendations on economic instability and economic inequality (Heets 2021), pandemic policy priorities and actions are given by these authors. Furthermore, scientists come to the following conclusions.

The paradigmatic approach to the post-pandemic economy is a matter of time. Governments need to deliver policy-relevant economic policies (de Bolle, Obstfeld, Posen 2021). In particular, promote measures to reduce inequality, as inequality is detrimental to economic growth, as evidenced by econometric models (Ostry, Loungani, Berg 2019). Governments must act on the principles of "recover but better" "efficiency is everyone" (Georgieva 2020; Sandbu 2020) and therefore implement the latest income support systems (Bénassy-Quéré, Mauro 2020) according to the level of complexity of existing problems in the economy, ensuring adequate redistribution of income (Hassler at al. 2020). According to scientists, Ukraine falls out of these critical areas and goals compared to advanced countries (Filipenko at al. 2021). Another important conclusion of the outlined research is the need to ensure equality of starting economic opportunities, especially in education and medicine. The key to government policy is human centrism. Collectively, human-oriented economic policy measures could increase the productivity of the economy and its recovery (Moskalenko 2021).

In addition, government sources provide up-to-date analytical reports from research institutions that gather data on country policies and best practices in a pandemic (*Policy Responses to Covid-19... 2021; Economic policy priorities for... 2021*).

The Institute for Economics & Peace (IEP) studies (*How High is the Cost of War... 2019*) the effects of war on the economy and society. IEP research shows that some countries may lose up to 60% of their GDP due to the war. A comparison of the most and least peaceful countries, conducted by the IEP, shows the burden that the price of war creates for society. This think-tank estimates the average economic

cost of violence in the ten most conflict-affected countries globally, as an equivalent of about 41% of their gross domestic product (GDP). Studies also show that the average economic cost of violence in the ten most peaceful countries is only 3.9% of GDP in 2019. At the same time, the 2021 Economic Value of Peace report shows that the global economic impact of violence in 2020 is approximately \$ 14.96 trillion in constant purchasing power parity (PPP) terms (*Global Peace Index 2021...*; Pettinger 2022; Pisani-Ferry 2022).

Due to experts, before the Russian attack on Ukraine, the EU has already coped with a sharp deterioration in trade conditions and rising inflation. The last one was related to the price of imported energy. The confrontation with Russia involves a more pronounced and prolonged shock, seriously exacerbating the prevailing political dilemma.

The Ukrainian war will have significant economic policy consequences for the European Union and its members due to the negative supply shock caused by rising oil and gas prices, energy independence measures, refugees' influx, and increased spendings on the defence. Their direct budgetary implications could be from 1.1% to 4% of GDP in 2022 (*IMF Staff Statement on the Economic Impact... 2022; How High is the Cost of War... 2019*).

## 2. Features of multi-challenges and macroeconomic shocks to the economy and society of Ukraine

There are two super-challenges for Ukraine's economy and society: the first is a pandemic, the second is a full-scale war, the military aggression of one country against another, and Russia against Ukraine. The second super-challenge is a hybrid challenge, accompanied by conditions and consequences of pandemic and war, open hostilities. However, it is also a hybrid war, the form and methods the world learned in 2014. It is a war in which the occupier does not acknowledge his presence in the country he has attacked and carries out outright aggression against it. It is a war in which the occupiers openly violate international humanitarian law, bombing civilian infrastructure, and non-military facilities and killing civilians. In this new reality, the agreement on "green" corridors does not work, and there is a humanitarian crisis, which grows into a humanitarian catastrophe. This new reality, economic and social, encourages Ukraine to show great determination and speed in public administration every minute. Ukrainian authorities must make decisions very quickly to respond immediately to the economic and humanitarian needs of the army and the population.

In Ukraine, the pandemic economy was recovering and gaining new momentum, and the world was waiting for the end of the pandemic in the near future. The pandemic economy was forced to rapidly transform into a military economy. Accordingly, after the victory of Ukraine, it will acquire the format of a post-war

economy. In the post-war economy of Ukraine, the key issues will be an economic recovery, reconstruction of destroyed infrastructure, accession to the European Union, re-emigration, retention of internally displaced persons (from east to west Ukraine), restoration and creation of new jobs, namely, ordinary life of the country.

### 2.1. Challenges to the economy and society of Ukraine in a pandemic

Since March 2020, Ukraine has been facing a shock of the pandemic like all countries globally. The last one is caused by both a shock of demand and a supply shock. Many measures have been taken by the public authorities to combat the economic consequences of the pandemic and to maintain the health care system through the fiscal package (*Volodymyr Zelensky... 2021; The government is launching a program to support... 2021*). In particular, a program to develop the country's infrastructure called "Large Construction" has been launched. However, the negative economic consequences of the pandemic for Ukraine were more substantial than for the EU. These negative economic results of the pandemic were expected to worsen the more prolonged the pandemic and the more rigid the quarantine restrictions. An expert survey of the Ministry of Economy and other forecasts conducted in 2020 and 2021 are presented in table 1, which served as a forecast of macro indicators for economic recovery in the post-pandemic period.

**Table 1. Forecast of individual indicators of organizations for 2020–2022 for Ukraine**

Indicator	Consensus forecast <sup>a</sup>			IMF forecast <sup>a</sup>			World Bank forecast <sup>b</sup>			Government forecast <sup>c</sup>
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020
GDP, % of real change	-4,2	4,1	3,7	-7,7	4,0	3,4	-3,5	3,8	3,0	-4,8
Consumer price index										
average for the year	105,8	107,7	106,7	104,5	107,9	106,8	108,9	x	x	106,8
December to December of the previous year	107,0	107,4	106,6	107,7	107,2	106,0		105,0	105,0	111,6
Unemployment rate, in % to the labor force aged 15–70 years	9,4	9,2	8,7	10,1	8,6	8,4	x	x	x	9,4

Notes: <sup>a</sup> – as of April 2021; <sup>b</sup> – as of March 2021; <sup>c</sup> – indicators given in the resolution of the Cabinet of Ministers of 29.03.2020 № 253.

Source: *Impact of COVID-19 on the country's economy and society: Results of 2020 and challenges and threats of post-pandemic development*, Department of Strategic Planning and Macroeconomic Forecasting, 2021, p. 29, <https://vvv.me.gov.ua/Dotsuments/List?lang=uk-UA&tag=Konsensus-prognoz> (access: 12.10.2021).

According to the consensus forecast of the Ministry of Economy, two possible scenarios for the recovery of the Ukrainian economy after the lockdown restrictions of COVID-19 were: first, the pessimistic scenario of the so-called L-shape, which should last several years, and second, the worst and most dramatic type depression. Expectations were that the economic losses to the global world would be significant. The pandemic could not be stopped in 2020, and the incidence rate in the world in the fall of 2021 has risen sharply. So the government's hopes for the resumption of economic and consumer activity shifted from the second half of 2021 to the first half of 2022. According to expert estimates, Ukraine's small dependent economy was expected to show a more profound decline than the world economy. According to the State Statistics Service of Ukraine, in 2020, the decline in real GDP amounted to 4% instead of the growth during 2016–2019. The consumer price index in 2020 amounted to 5% (*Consumer Price Index... 2021*). In 2021 accelerated to 10% (*State Statistics... 2022*) against the background of strengthening the national currency and the unemployment rate of 9.3% (*Situation On The Labor Market...*).

According to the consensus forecast of the Ministry of Economy of Ukraine, the economy of Ukraine was supposed to significantly decline (Table 1). According to the IMF, the values of these indicators in 2020 were more pessimistic.

Expectations about the recovery of Ukraine's economy after the global pandemic were still there: it was to happen in the third quarter of 2022. As seen, the forecast of the Ministry of Economy provided for real GDP growth of 3.7%, consumer inflation – by 6.7%, and unemployment decrease to 8.7%. Nevertheless, the recovery phase with a higher level of economic growth before the pandemic in Ukraine has been disrupted brutally by the war. Likewise, the post-pandemic economy model of Ukraine has not been completed in the way one expected. It had to transform into a military economy quickly. At the same time, there are solid public expectations for economic recovery and the formation of a post-war economy with rapid economic growth.

Prior to the war, the main indicators of social and economic development of Ukraine as of January 2022 are presented in Table 2. Ukraine's economy on these basic socio-economic parameters proceeded from the economic downturn caused by the pandemic to a phase of recovery and growth in business. Cycles, as evidenced by the construction output index, which is 2021 to 2020, increased by 6.8%. There was an increase in average real wages by 12.5% over the same period; the industrial production index fell by 4.5%, but the agricultural production index increased by 4.4% (*The Main Indicators...*).

Thus, the pandemic brought the following negative socio-economic consequences: falling real GDP, reduced business activity with a further adaptation of business to new working conditions; loss of jobs; reduction of real incomes of citizens of Ukraine, reduction of inflow of foreign investments; temporary losses in the quality of education during the period of adaptation of educators to online learning. However, it also had some positives: improving the health care system and developing economic support programs.

## 2.2. Challenges to the economy and society of Ukraine in the context of Russia's military aggression

After the aggressor's attack, Ukraine found itself in a complicated situation. The challenges the country faces are interdisciplinary and affect each other. The ruined economy has affected society, living standards, and economic opportunities. In general, a new medium-term business cycle was launched, which can be divided and described in the following phases: survival phase (economic downturn), adaptation phase (bottom), recovery phase (economic growth), peak.

**Table 2. Basic indicators of social and economic development of Ukraine**

	For January 2022	Growth rate (decrease), %			
		January 2022 to		For reference	
		December 2021	January 2021	January 2021 to January 2020	2021 to 2020
Average monthly wage per employee					
nominal, UAH	14577,0	83,5	118,2	115,0	116,3
real, %	x	82,5	107,4	108,3	112,5
Arrears in wage <sup>a</sup> , mln. UAH	3072,3	95,8	103,4	x	x
Consumer price index	x	101,3	110,0	106,1	109,4
Industrial producer price index	x	109,6	169,1	117,6	140,8
Industrial production index	x	87,0	102,9	96,5	95,5
Agricultural production index	x	50,7	100,9	94,3	114,4
Index of construction output	x	16,5	102,8	88,1	106,8
Freight turnover, mln. tons/km	22654,3	89,6	108,5	99,3	85,6
Passenger turnover, mln. passenger/km	4964,1	101,2	131,6	48,7	45,8
Retail trade turnover, mln. UAH	127437	81,5	118,0	103,5	110,7
Exports of goods <sup>b</sup> , mln. USD	68089,3	x	x	x	138,4
Imports of goods <sup>b</sup> , mln. USD	72816,8	x	x	x	134,0
Balance (+, -) <sup>b</sup> , mln. USD	-4727,5	x	x	x	x
Exports of services <sup>b</sup> , mln. USD	13156,5	x	x	x	114,2
Imports of services <sup>b</sup> , mln. USD	7593,4	x	x	x	132,9



Tabela 2 – cont.

	For January 2022	Growth rate (decrease), %			
		January 2022 to		For reference	
		December 2021	January 2021	January 2021 to January 2020	2021 to 2020
Balance (+, -) <sup>b</sup> , mln. USD	5563,1	x	x	x	x
Capital investment, mln. UAH	528802,0 <sup>c</sup>	x	x	x	61,8 <sup>d</sup>

Note. Data exclude the temporarily occupied territory of the Autonomous Republic of Crimea, the city of Sevastopol and a part of temporarily occupied territories in the Donetsk and Luhansk regions; <sup>a</sup> – As of February 1; <sup>b</sup> – Data for 2021; <sup>c</sup> – Data for January–December 2021; <sup>d</sup> – Data for January–December 2021 for January–December 2020, %.

Source: *The main indicators of socio-economic development of Ukraine*, State Statistics Service of Ukraine, <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

The international experts began to consider economic recovery in the form of four forms – L, U, W, and V (*C-Suite Challenge™*...). When it comes to economic recovery, it is evident that this analysis can be applied to the military economy and its post-war phase. Characteristics of recovery trajectories in forms L and U are given in the table 3.

**Table 3. Forms of economic recovery in medium-term business cycles (modern interpretation of The Conference Board)**

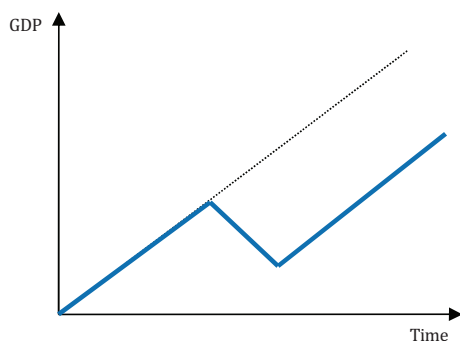
Recovery form	Characteristics of the recovery trajectory
L-shaped	This scenario shows a rapid economic downturn and then a slow recovery period. This persistent unemployment marks it; it takes several years to return to previous levels.
U-shaped	Also called the “Nike Swoosh” recovery, in this scenario, the economy stagnates for several quarters and up to two years before experiencing a relatively healthy rise to its previous peak.
W-shaped	This scenario offers a tempting promise of recovery, returns to a sharp decline, and finally enters an entire recovery period of up to two years. It is also known as the “double recession,” similar to that was observed in the early 1980s.

Sources: *C-Suite Challenge™: COVID-19 Recovery Survey – Japan Edition*, The Conference Board, 18 pages, <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=21119>; *CEOs around the globe not optimistic about speed of recovery*, The Conference Board, August 04, 2020, <https://www.conference-board.org/topics/natural-disasters-pandemics/CEOs-around-the-Globe-Not-Optimistic-about-Speed-of-Recovery>; Dhruv Sharma, Jean-Philippe Bouchaud, Stanislao Gualdi, Marco Tarzia, Francesco Zamponi (2021), V-, U-, L- or W-shaped economic recovery after Covid-19: Insights from an Agent Based Model, “Plos one”, March 2 2021, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0247823>.

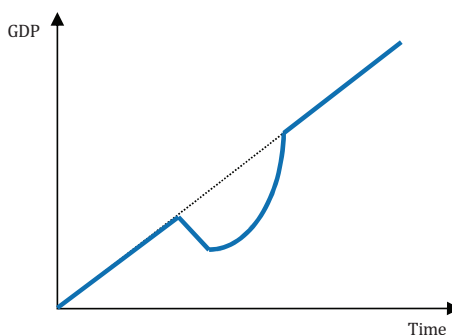
In the pandemic conditions, the Ministry of Economics of Ukraine predicted that Ukraine's economy would recover according to the L-shape (Fig. 1). From fig. 1, there is a conclusion that this is a sharp decline in the economy, accompanied by a slow recovery period.

Whenever an economy is going through a hotspot, optimism, and pessimism about its potential recovery can fluctuate widely. The current state of war is no exception. It remains to be seen whether this will be the trajectory that Ukraine is counting on. In the pandemic conditions in the pre-war period, the National Bank of Ukraine defined it as the trajectory L. Other analysts and executive directors – as the trajectory U (Fig. 2).

**Figure 1. L-shape of recovery of the world economy, as a preliminary scenario for Ukraine before the war**

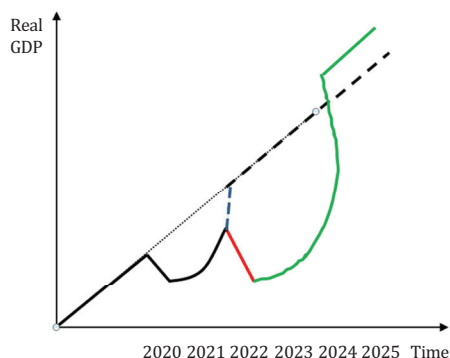


**Figure 2. U-shape economic recovery as a preliminary scenario for Ukraine after the pandemic**



Source: Ghosh 2020.

On the contrary, in accordance with Ukraine's economic recovery algorithm, taking into account international support and the regular payment of reparations by Russia in the medium term, Ukraine's economy will probably recover on the W trajectory, with repeated deeper subsidence (Fig. 3). How long will it take? According to optimistic forecasts, the reconstruction of Ukraine, and hence economic recovery, will take three years. Of course, this will depend on a combination of factors: the duration of the war, the extent of the destruction of civilian and military infrastructure, the number of casualties among the military and civilian population, the number of those who went abroad for temporary asylum and/or refugee status; support and speed of its provision for the recovery of the country and its economy, the restoration and creation of new jobs, the restoration of economic spheres and more. Reparations from Russia will have to wait for decades for international trials on Russia's military aggression against Ukraine (King 2022).

**Figure 3. W-shape of economic recovery as a scenario for Ukraine after the war**

Source: author's interpretation by I. Ghosh (2020).

The development of economic policy that will contribute to the recovery of Ukraine's economy also depends on the adequacy of the forecast.

### 3. Business cycle of recovery of the post-war economy of Ukraine: economic policy decisions

Fluctuations around the upward trend will occur in a new round of the business cycle, which will consist of the following phases:

I – the fall (in war – this is the phase of survival);

II – bottom (lowest point);

III – recovery (recovery phase, growth);

IV – peak (reaching the pre-war level or exceeding the pre-war level).

The main socio-economic characteristics of these phases, according to experts, may be as follows.

#### 3.1. Survival phase

Civilian citizens of Ukraine of different age groups and, social statuses, spheres of employment are trying to save their lives and the lives of their families. They become temporarily internally displaced persons. In the first days of the war, in areas where active hostilities are taking place, economic activity is significantly reduced, sometimes up to 25%. This is accompanied by the cessation of production,

all commercial activities, the cessation of pre-school education, schools, and higher education, and, consequently, the freezing of jobs in the public sector and/or their loss in the private sector (Sochinskiy 2022).

There is a huge reduction in revenues to state and local budgets in the form of taxes and fees and other mandatory payments because of the decline in business activity to 75% in Ukraine. It also taught due to the nation's struggle for territorial integrity and independence. The war led to the complete closure of 50% (*Experts estimate previous infrastructure...*) of Ukrainian enterprises, while the other half were forced to work well below their capacities. However, some enterprises, trade-in food and hygiene products, pharmacies, medical institutions, urban transport, utilities operate to some extent, as these are institutions of critical infrastructure that ensure the functioning of large and small cities, towns, and villages.

At one point, the tax base was reduced, normal business activity declined sharply, but the need to finance the army, support the survival of the rear and its humanitarian needs – to ensure the livelihood of civilians, created a wave of non-refundable material and financial assistance, both domestic and international. At the same time, some businesses have shifted to military production, where output is transferred free of charge and irrevocably, and the jobs that arise are mostly voluntary or low-paid. The volunteer movement is becoming an influential humanitarian and financial donor to Ukraine's economy. Thus, it can be stated that the economy of Ukraine is currently co-financed by a non-refundable and gratuitous flow of goods and services. Thus, business activity is partially moved to the sphere of transfers: voluntary contributions free assistance. There is a new format of the economy and funding sources for its needs and demands – military economy, military-civil economy.

### 3.1.1. Losses in the economy of Ukraine from the war

The war in Ukraine has led to the tragic consequences of casualties and human suffering. The critical infrastructure in Ukraine has been extensively destroyed. Although the prospects are highly uncertain, the economic consequences are already severe and will be felt for a long time. As of the third decade of March, Ukraine has 3 million refugees abroad, 10 million of whom have left their homes and evacuated to other relatively safe regions. International financial assistance, including Rapid Financing Instrument (RFI) disbursements from the IMF, the World Bank, and the European Union, will help meet the urgent needs of the balance of payments during the ongoing war and provide essential support in the short term by acting as a catalyst for funding from other partners. It will also support needs and services for the population and finance the army.

Ukraine's economy is in shock, and the international markets will feel the consequences of the war. Currently, Ukrainian authorities record all the damage

caused by Russia's military aggression. According to the KSE Institute think-tank, as of March 17, 2022, the damage caused to Ukrainian infrastructure by a full-scale war waged by Russia has risen to \$ 62.6 billion. The amount of damage is volatile, given the further escalation and such previous losses are based on data analysis of the project "Russia will pay" – a portal for collecting information on destroyed facilities due to Russia's full-scale war against Ukraine, a joint project KSE Institute with the Office of the President and Ministry of economy of Ukraine (*Experts estimate previous infrastructure...*).

Thus, since the beginning of Russia's military invasion of Ukraine, at least 411 educational institutions, 36 health care facilities, 1,600 residential buildings, 26 factories and warehouses, 15 airports, six thermal power plants, etc., have been damaged destroyed, or seized. In addition, according to experts, more than 15,000 kilometres of highways, 5,000 kilometres of railways were destroyed, 15 airports, 350 bridges, and overpasses were destroyed or decommissioned, etc. The destruction of critical infrastructure, housing, and transport infrastructure severely impact Ukraine's economy. In addition, the aggressor is blocking foreign ships in the ports of the Black and Azov Seas. Criminal crimes are being committed that have severe negative economic consequences for Ukraine. In particular, on March 20, 2022, the Russian army stole five ships with Ukrainian grain in Berdyansk (*The Russians took five ships...*).

Today it is becoming clear that Ukraine and Russia have two different economic and political futures.

### 3.1.2. International financial, technical and humanitarian support to Ukraine during the war

According to the head of the NBU, the total international financial, technical and humanitarian support for Ukraine reaches more than 15 billion US dollars in equivalent, of which more than 5 billion – directly to the budget. Ukraine's public finance system is running smoothly thanks to significant funding to strengthen its defense capabilities, support Ukraine's economy, and address humanitarian issues from international organizations and partner countries. An additional source of funding for the needs of the Ukrainian army was the funds collected by organizations and citizens of Ukraine and other countries on the accounts of the NBU.

In terms of donors, international assistance to Ukraine is presented in Table 4.

**Table 4. International assistance to Ukraine from international donors during the war**

<b>The donor of international financial assistance</b>	<b>Support form / date</b>	<b>Purposes</b>	<b>Total sum</b>
<i>International Monetary Fund</i>	under the Rapid Financing Instrument (RFI) / March 9, 2022	to help meet urgent funding needs and mitigate the economic consequences of the war	\$ 1.4 billion (SDR 1,005.9 million)
<i>European Union</i>	macro-financial assistance	economic support	€ 1,2 billion
<i>World Bank Group</i>	The World Bank is preparing a package of assistance to Ukraine / the coming months	different goals	\$ 3 billion
<i>United Nations Development Program (UNDP)</i>	this assistance includes, in particular, assisting the government in maintaining the most critical governance structures and public services that are fundamental to every society	UNDP makes it a top priority to help Ukraine maintain its hard-earned development achievements	-
United States of America	military aid	assistance is the direct transfer of weapons and equipment from the US Department of Defense to the Ukrainian military. Part of this aid will go to civilians defending their towns and villages	two tranches: \$ 200 million and \$ 800 million
<i>Different donors</i>	international financial, technical and humanitarian assistance / as of March 3, 2022	supporting the economy and the vital needs of the people	\$ 15 billion

Source: *Ukraine received \$ 15 billion in aid during the war - NBU*, <https://www.slovodilo.ua/2022/03/03/novyna/finansy/ukrayina-vijny-otrymala-dopomohy-15-mlrd-dolariv-ekvivalenti-nbu>; *NBU: international financial, technical, humanitarian support for Ukraine – more than \$ 15 billion*, *Finbalance: Finance and Economics*, <https://finbalance.com.ua/news/nbu-mizhnarodna-finansova-tekhnichna-humanitarna-pidtrimka-dlya-ukrani--ponad-15-mlrd>; *The World Bank is preparing \$ 3 billion in aid to Ukraine*, *Finbalance: Finance and Economics*, <https://finbalance.com.ua/news/svitoviy-bank-hotu-3-mlrd-dopomohi-ukrani>; *The United States is providing \$ 800 million in military aid to Ukraine*, details, 16 March 2022, *Voice of America* (Ukr.)

The provision of international assistance to Ukraine is dynamic. Sources of funding are expanding, as is the amount of aid between international donors. International partners are also considering establishing a Solidarity Fund for Ukraine; this stems from negotiations between the President of the European Council, Charles Michel, and the President of Ukraine, Volodymyr Zelensky. They will establish the Solidarity Fund to provide essential services and meet the urgent needs of Ukrainian citizens. The fund should provide liquidity to support the government further and, in the long run, serve as a basis for restoring a free and democratic Ukraine after the cessation of hostilities. The International Donors' Conference will provide a mechanism for contributing to the fund. The Kyiv School of Economics reported that the losses from Russian aggression in Ukraine had risen to \$ 62.6 billion. Earlier, the government called even higher figures (*Experts estimate previous infrastructure...*).

### 3.2. Bottom phase

Notwithstanding as fighting intensifies in areas where the aggressor is trying to gain access to the Ukrainian capital through the cities, heroically defending themselves from the aggressor and occupier, along with massive losses among civilians, there is a humanitarian crisis in many cities, and the small towns and villages is a humanitarian catastrophe. So we are talking about economic collapse in a large part of the country. Nevertheless, above all, the country is suffering casualties among the civilian population due to Russian war crimes in Ukraine, which are caused by unprecedented violations of international humanitarian law and international rules of warfare by the aggressor (*Ukraine war... 2022*). These human losses further heighten the mood for the evacuation of Ukrainians abroad in search of security and protection. According to UN forecasts, about five million citizens will leave Ukraine due to hostilities.

From the economic point of view, the bottom phase is characterized by a fall in actual output, inflation of more than 10% (*The IMF estimates...*) up to 20%, a fall in real incomes. What is expected? According to expert estimates of the International Monetary Fund, Ukraine's actual GDP losses in 2022 will be 10%. However, this is an optimistic scenario. According to the pessimistic forecast, if one considers similar international precedents during the war, for example, in Syria, Iraq, Lebanon, the IMF estimates that such losses of real GDP could be 25–35% (*The Ukrainian economy... 2022*).

In Ukraine, there are already significant economic losses in addition to human casualties. Seaports and airports have been closed and damaged, and many roads and bridges have been damaged or destroyed. It is already clear that Ukraine will have to bear significant economic recovery and reconstruction costs. In conjunction with some companies are refocusing on the needs of war and begin to produce products for the front (bulletproof vests, tourniquets). A large-scale volunteer movement is flaring up.

Working-age people are forced to leave their jobs. Men between 18 and 60 join the Armed Forces of Ukraine, the Territorial Defense, or the volunteer movement. Women of working age are partially working or looking for work abroad. The challenge for the economy and society is the transformation of a large number of people of working age into internally temporarily displaced persons or forced emigrants. Most have ceased all types of business, including production, logistics, service, import, and export. In the private sector, businesses that ceased or significantly reduced began to send workers on leave at their own expense during the first week of the war or offered manual labour instead of intellectual, lower-wage, piece-rate work. From an economic point of view, this is the deterioration of working conditions, lower living standards, and disqualification.

Imports stopped. Business activity is observed only in critical sectors – medicine, fuel, transportation. Imports from other sectors are frozen, disrupting production chains and international supply chains.

In the bottom phase, the government continues to guarantee Ukrainians the payment of salaries to state employees, pensions, scholarships for students and graduate students, and other social benefits. It becomes partly possible due to international support and additional issuance of money. The NBU has already opened a channel for refinancing banks without a limit of up to 1 year. 51 billion UAH was issued in the first few days, and the discount rate will remain unchanged at 10% (*Address of the Chairman...*). This approach closes out potential liquidity problems. There is a high risk that businesses will stop servicing loans, and bank depositors and customers will withdraw the hryvnia. As of now, 3 million Ukrainians who have already left the country pay with their hryvnia cards. Another channel of financing they need for liquidity is the purchase of military Internal Government Loan Bonds (IGLBs) by the Ministry of Finance directly at auctions. The first 20 billion UAH was issued in the first decade of March. The government has voiced a potential need for the hryvnia shortly about 400 billion UAH (*Government plans...* 2022).

The crisis funding of liquidity needs, i.e., the expansion of the money supply in the face of a colossal downturn in the economy and real GDP, could lead to a sharp rise in prices and the devaluation of the hryvnia, and hyperinflation. To prevent this, the NBU has introduced regulation of the national currency, a hybrid exchange rate regime, which plans to abandon after the war. The NBU has fine gold and foreign exchange reserves to maintain the hryvnia exchange rate at UAH 29.25 per dollar (*Official exchange rate of hryvnia...*). The pre-war level was 7–10% lower in the floating exchange rate regime. At the same time, international macro-financial assistance from international donors will play a significant role in maintaining the hryvnia exchange rate. As a result, real incomes will not grow, and many employees may lose their sources of income due to job cuts and losses, lower demand for services for the self-employed and individual entrepreneurs.

The demographic factor will also be a problem in the medium term. Women and children are forced to leave the country to save their lives. Moreover, this is a threat of loss of future population and labour. The question arises: under what conditions



will they be able or willing to return? Positive natural population growth is always a source of economic growth. Ukraine's economy will face the problem of declining birth rates due to uncertainty about the future, declining real incomes, loss of property or its depreciation, pessimistic inflation expectations, unemployment, and more.

The economy in the bottom phase will face a decline in actual output, under-employment, the outflow of labour, growth of the GDP gap due to rising actual unemployment, a significant excess over the natural rate of unemployment. According to Oaken's formula, a 1% excess of actual unemployment over its natural level leads to a loss of 2.5% in actual GDP. That is, according to rough estimates, without the use of econometric models of the sensitivity of GDP to the dynamics of cyclical unemployment, if actual unemployment is 12%, the loss of actual GDP of Ukraine will be 15%. Furthermore, if the actual unemployment rate reaches 18%, the loss of the actual GDP of Ukraine will be 30%.

According to a preliminary forecast published on March 16, 2022, by the United Nations Development Program (UNDP), if the protracted war in Ukraine continues, 18 years of socio-economic achievement could be lost, with almost a third of the population living below the poverty line and 62% will face a high risk of impoverishment over the next twelve months (*Every day without the restoration...* 2022).

The socio-economic consequences of the war in Ukraine will lead to "incredible human suffering due to the tragic death and forced displacement of millions of people" (Steiner 2022). There is an evident economic downturn, socio-economic difficulties, and human suffering for the already psychologically traumatized population. With the joint efforts of the Ukrainian authorities and the international community, the anti-Russian coalition must overcome this alarming trend.

### 3.3. Recovery phase

After the victory, Ukraine will return to its territories, including Crimea. At least, that is what the people of Ukraine are counting on. Ukraine needs a similar "Marshall Plan" for recovery. It is necessary to do:

1. Assess the scale of losses – infrastructure, production, business, housing.
2. Identify the source/resources of recovery. It is expected that international funds and grants will be created. The best solution is to accept Ukraine into the EU.
3. International institutional investors will be reluctant to come to Ukraine for some time before stabilizing the military and international political situation. Direct and portfolio investments will be limited. The decision is the complete capitulation of the Russian Federation, the international tribunal against war criminals, and the demilitarization of the Russian Federation.

4. Internal resources for recovery are also limited. Small businesses will be able to recover quickly. The government is working ahead and offering unprecedented conditions for business development. In particular, the program of available loans has been adopted, which includes the following opportunities: any business can take a loan at 0%; the maximum loan amount has been increased to 60 million UAH; the government will pay all interest to the bank; restrictions on the issuance of loans related to the business plan, jobs or any other are removed; after the end of martial law the interest rate on loans will be no more than 5%; simplifies the design of humanitarian aid; the government finances the creation of a job at the level of the minimum wage on January 1, 2022, which is 6500 UAH. The government reimburses communal services for 450 UAH per person per month to the population that has received internally displaced persons. Amendments were also made to the Tax Code during martial law and one year after its completion. The Parliament of Ukraine adopted the Law of Ukraine of 15.03.2022 № 2120-IX “On Amendments to the Tax Code of Ukraine and Other Legislative Acts of Ukraine Concerning the Validity of Norms for the Period of Martial Law.”<sup>1</sup>

The medium-sized businesses will need more resources. The government’s program is open to relocating production from regions where active hostilities are taking place to relatively safe regions. Government funds/programs that will redistribute funds from international donors can also help.

According to the similar “Marshall Plan”, recovery of the economy will lead to an increase in the state’s share in the economy (temporary and forced). Big business will try to hold on to its monopoly position. This recovery phase can take 3–5 years.

In terms of human resources, after the victory, the government must ensure the security of citizens and maintain law and order. After restoring Ukraine’s sovereignty and territorial integrity, the process of returning the population to

---

<sup>1</sup> During the war and the post-war state of development of the country, a new tax model was needed, and the President of Ukraine signed the Law of Ukraine dated 15.03.2022 № 2120-IX (Bill 7137-D) to support Ukrainian business in wartime. The Law contains drastic changes to the single tax, reduction of VAT and excise duty on fuel, tax incentives for big businesses and charities.

The first thing that has been adopted by the Law and applies to everyone, both citizens and the military – is the benefits of the sale of fuel.

In particular, in order to stabilize fuel prices, benefits are provided; namely, the VAT rate on fuel was reduced from 20% to 7%, and the excise tax was abolished.

Second, the simplified taxation system has been updated, and tax benefits have been provided.

Not only natural persons-entrepreneurs (NPE) on the simplified tax payment system will be able to pay the single tax, but also large enterprises at the new rates.

To this end, the Law on Martial Law for taxpayers in the 3rd group of the single tax increased the annual income limit from 7 million 600 thousand hryvnias to 10 billion hryvnias, and there are no restrictions the number of employees. The rate will be 2% of turnover regardless of activity (except for activities related to excisable goods, gambling, currency exchange and mining and mining, banks, insurance companies, private individual pawnshops, non-resident legal entities, so on). The reporting period is a quarter; the monthly payment is until the 15th. VAT will not be charged or paid for this period. NPE of first and second groups have the right not to pay a single tax. This norm is voluntary.

Ukraine may begin. It will be necessary to provide citizens with a resource for recovery – compensation for damaged or destroyed property and real estate, low mortgage rates for all.

After Ukraine accedes to the EU, the country gains enormous mobility – free movement of capital and labour and an efficient legal/judicial system.

### 3.4. Peak

After the recovery phase, Ukraine's economy will be able to peak in the medium term in 3–5 years above the level it was before the war. Economic policy should be aimed at achieving full employment and non-inflationary potential GDP. Inflation will be moderate up to 5%. The discount rate will be 7–10% to ensure the availability of loans for business development and mortgages for the population. With the entry into the EU, the Ukrainian economy would quickly establish supply chains, develop business, and attract foreign capital. Rebuilding critical infrastructure, production, and housing will require resources, including reparations by the aggressor country. In the years of restoration, the sphere of construction, medicine, the sphere of social assistance, and the sphere of education will acquire critical development. In general, the IT sphere and digital economy development will continue (*Ukraine 2030E is a country with...* 2020). Economic growth rates will be more than 4–7%, starting in 2025.

## 4. The war in Ukraine as a challenge for the global economy

The war in Ukraine overshadowed the end of the COVID-19 pandemic. According to the IMF, although the situation in Ukraine remains very volatile, the prospects are highly uncertain. The economic consequences of the war are already dire and tangible in many countries worldwide that have been importers of foodstuffs, such as grain or high-tech substances. Prices for energy and commodities, including wheat and other grains, have risen, exacerbating inflationary pressures due to supply chain disruptions. Price shocks will impact the world, especially on poor households, for which food and fuel account for a larger share of spending. Thus, poverty and economic inequality will increase in countries that depend on food imports from Ukraine. If the conflict escalates, the economic damage will be even more devastating. Economic sanctions against Russia will also significantly impact the world economy. Financial markets with significant influence on other countries are also affected.

In many countries, the crisis creates an adverse shock for both inflation and business activity amid rising price pressures. Russia's invasion of Ukraine in 2022 has led to higher oil and gas prices, which will lead to higher world fuel prices. As Russia is

a significant supplier of oil and gas, economic sanctions against Russia in response to the invasion will reduce supply and pressure to raise gas prices.

The turmoil for the global economy will lead to crises and difficult political compromises. According to the IMF's recommendations, the monetary authorities will need to closely monitor the shift in international prices to domestic inflation to calibrate the response. Fiscal policy will need to support the most vulnerable households to help offset the rising cost of living. The political landscape will become even more complicated as the world economy recovers from the pandemic crisis.

## 5. Concluding Remarks

At the moment, the society of Ukraine defends the values of civilized society – democratic values, the right to sovereignty, protection of human rights, the right to freedom, and expression of will. All this determines the formats of development of the civilized world and protection of the established democratic world order.

Ukraine will need at least 3–5 years to rebuild its economy after the war. According to IMF estimates, the decline will be from 10% to 25–35% of actual output. The Government of Ukraine must work ahead, supporting business development. Ukraine's economic recovery is possible with international donor assistance based on the similar Marshall Plan for Ukraine and accession to the European Union.

The International Solidarity Fund with Ukraine will be established to provide essential services and meet the urgent needs of Ukrainian citizens. The fund should provide liquidity to support the government further and, in the long run, serve as a basis for restoring a free and democratic Ukraine after the cessation of hostilities. The role of Ukrainian society will be vital in building the post-war economy. The economy will be transformed towards developing the military sector to protect the territorial integrity of countries and the state system, political stabilization, and create favourable investment conditions for foreign capital. Recovery will occur according to the business cycle's W-form.

People will play a key role in economic recovery. The state of Ukraine must create all conditions to encourage the return to Ukraine of its citizens who were forced to leave it and overcome the negative trend in demography.

## References

*Address of the Chairman of the National Bank Kyryl Shevchenko on the decision of the Board of the National Bank on Monetary Affairs*, National Bank of Ukraine, <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zvernennya-golovi-natsionalnogo-banku-kirila-shevchenka-schodo-rishennya-pravlinnaya-natsionalnogo-banka-z-monetarnih-pitan>.

Bénassy-Quéré A., di Mauro B.W., (2021), *Europe in the time of Covid-19: A new crash test and a new opportunity*, VoxEU CEPR, vol. 26 May 2020, <https://voxeu.org/article/europe-time-covid-19-new-crash-test-and-new-opportunity> (access: 15.09.2021).

*C-Suite Challenge™: COVID-19 Recovery Survey – Japan Edition*, The Conference Board, 18 pages, <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=21119>.

*CEOs around the globe not optimistic about speed of recovery*, The Conference Board, August 4, 2020, <https://www.conference-board.org/topics/natural-disasters-pandemics/CEOs-around-the-Globe-Not-Optimistic-about-Speed-of-Recovery>.

*Consumer Price Index in December 2020*, State Statistical Service of Ukraine, Message, 13.01.2021, <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/n0001832-21#Text>.

de Bolle M., Obstfeld M., Posen A.S., (2021), "Economic Policy for a Pandemic Age: How the World Must Prepare", *Briefing 21-2*, Peterson Institute for International Economics (PIIE), <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/piieb21-2.pdf> (access: 18.09.2021).

*During the war, Ukraine received \$ 15 billion in aid – the NBU*, Slovo I Dilo, 3 March 2022, <https://www.slovoidilo.ua/2022/03/03/novyna/finansy/ukrayina-vijny-otrymala-dopomohy-15-mlrd-dolariv-ekvivalenti-nbu>.

*Economic policy priorities for a post-pandemic recovery*, European Parliament, Press Releases 22-02-2021, <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20210219IPR98206/economic-policy-priorities-for-a-post-pandemic-recovery> (access: 18.10.2021).

*EU leaders plan to agree on the establishment of the Solidarity Fund with Ukraine*, "Ukrainian Pravda", <https://www.pravda.com.ua/news/2022/03/22/7333581/>.

*Every day without the restoration of peace accelerates the impoverishment of Ukraine, warns UNDP*, March 16, 2022, Press Release.

*Experts estimate previous infrastructure damage from war in Ukraine*, "DW", <https://www.dw.com/uk/eksperty-pidrakhuvaly-poperedni-zbytky-infrastruktury-vid-viiny-v-ukraini/a-61165782>.

Filipenko A.S., Moskalenko O.M., Zaitsev Yu. K. (eds.), (2021), *Productivity of Contemporary Economies: Theory and Evidence*, Cambridge Scholar Publishing, Newcastle upon Tyne, UK.

Georgieva K., (2020), *Frank talk: there is no return to the past. Investing in Policies That Benefit People Will Help Create a Better Economy for the Post-Crisis World*, *Finansyi i razvitie*, 2020, vol. 12, pp. 22–25.

Ghosh I., (2020), *The Shape of Economic Recovery, According to CEOs*, World Economic Forum, no. 22 September 2020, <https://www.weforum.org/agenda/2020/09/covid19-recovery-shape-economy-ceo/> (access: 12.10.2021).

*Global Pease Index 2021. Measuring Peace in a complex World*, Institute for Economics and Peace, <https://www.visionofhumanity.org/wp-content/uploads/2021/06/GPI-2021-web-1.pdf>.

*Government plans to release military IGLBs for 400 billion UAH*, "Finbalance", 25.02.2022, <https://finbalance.com.ua/news/uryad-planu-vipustiti-viyskovi-ovdp-na-400-mlrd-hrn---shmihal>.

Hassler J., Krusell P., Ravn M., Storesletten K., (2020), *Economic policy under the pandemic: A European perspective*, VOXEU CEPR, no. 07 July, <https://voxeu.org/article/economic-policy-under-pandemic-european-perspective> (access: 18.09.2021).

Hauten M., Chzhaoli M., Deli Y., Hualey V., (2019), *China's Digital Transformation. Experience of transforming the infrastructure of the national economy*, *Intelektualnaya literatura*, Moscow, Russia.

Heiets' V.M., (2020), *The phenomenon of instability – a challenge to economic development*, 1st ed., *Akademperiodyka*, Kyiv, Ukraine.

*How High is the Cost of War Around the World in 2019?* Vision of humanity, <https://www.visionofhumanity.org/how-does-war-and-violence-affect-an-economy/#:~:text=The%20global%20economic%20impact%20of,estimated%20to%20be%20%2414.4%20trillion>.

*IMF Executive Board Approves US\$ 1.4 Billion in Emergency Financing Support to Ukraine*, March 9, 2022, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/09/pr2269-ukraine-imf-executive-board-approves-usd-billion-in-emergency-financing-support-to-ukraine>.

*IMF Staff Statement on the Economic Impact of War in Ukraine*, March 5, 2022, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/05/pr2261-imf-staff-statement-on-the-economic-impact-of-war-in-ukraine>.

*Impact of COVID-19 on the country's economy and society: Results of 2020 and challenges and threats of post-pandemic development*, Department of Strategic Planning and Macroeconomic, 2021, Forecasting available at: <https://vsv.me.gov.ua/Dotsuments/List?lang=uk-UA&t-ag=Konsensus-prognoz> (access: 12.10.2021).

King B., (2022), *Use Russian money to rebuild Ukraine, says bank boss*, BBC News, 10 March 2022, <https://www.bbc.com/news/business-60684660?fbclid=IwAR1XT-xnVjhh4Rusw6bxMprHQ9Jgp-8pPdVs4bzNSAgFFlpF2WNUtA9L998>.

Law of Ukraine of 15.03.2022 № 2120-IX "On Amendments to the Tax Code of Ukraine and Other Legislative Acts of Ukraine Concerning the Validity of Norms for the Period of Martial Law".

Moskalenko O., (2021), *A new paradigm of economic policy for the post-pandemic economy*, "Efficient economy", No 10, 2021, <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9428> (access: 14.11.2021). doi: 10.32702/2307-2105-2021.10.17.

*NBU: international financial, technical, humanitarian support for Ukraine – more than \$ 15 billion*, *Finbalance: Finance and Economics*, URL: <https://finbalance.com.ua/news/nbu-mizhnarodna-finansova-tekhnichna-humanitarna-pidtrimka-dlya-ukrani---ponad-15-mlrd>.

*Official exchange rate of hryvnia against foreign currencies*, National Bank of Ukraine, <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerates>.

Ostry J.D., Loungani P., Berg A., (2019), *Confronting Inequality: How Societies Can Choose Inclusive Growth*, Columbia University Press, New York, USA.

Pettinger T., (2022), *Economic impact of war*, 24 February 2022, <https://www.economicshelp.org/blog/2180/economics/economic-impact-of-war/>.

Pisani-Ferry J., (2022), *The economic policy consequences of the war*, Bruegel Blog, 8 March 2022, <https://www.bruegel.org/2022/03/the-economic-policy-consequences-of-the-war/>.

Policy Responses to Covid-19. Policy Tracker, International Monetary Fund, 2021, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19> (access: 18.10.2021).

Salmon F., Ro S., (2021), *The post-pandemic economy has already arrived*, "Axios – Economy & Business", no. Aug 5, 2021, <https://www.axios.com/post-pandemic-economy-has-arrived-61437db6-f504-4969-80dd-b015bbb55b83.html> (access: 20.10.2021).

Schubert S.R., Pollak J., Brutschin E., (2014), *Two futures: EU-Russia relations in the context of Ukraine*, Brutschin Eur J Futures Res, 2:52, 2014, doi: 10.1007/s40309-014-0052-7, <https://eujournalfuturesresearch.springeropen.com/track/pdf/10.1007/s40309-014-0052-7.pdf>.

Sandbu M., (2020), *Brave new world after the pandemic. Decisions taken by policymakers during the current turmoil can shape the economy for decades to come*, *Finansy i razvitie*, 2020, vol. 12.

Sharma D., Bouchaud J.-Ph., Gualdi S., Tarzia M., Zamponi F., *V-, U-, L- or W-shaped economic recovery after Covid-19: Insights from an Agent Based Model*, "Plos one", March 2, 2021, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0247823>.

*Situation On The Labor Market And Activities Of The Civil Employment Service In 2020*, [https://www.dcz.gov.ua/sites/default/files/infofiles/sytuaciya\\_na\\_rp\\_ta\\_diyalnist\\_dsz\\_0.pdf](https://www.dcz.gov.ua/sites/default/files/infofiles/sytuaciya_na_rp_ta_diyalnist_dsz_0.pdf).

Sochinsky V., (2022), *The war is over – what's next? How to rebuild the country after the war. Priorities for government, business and international partners*, *Economichna Pravda*, 10 March 2022, <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/03/10/683726/>.

*State Statistics: Consumer Inflation In Ukraine In 2021 – 10%*, *Finbalance*, <https://finbalance.com.ua/news/derzhstat-spozivcha-inflyatsiya-v-ukrani-za-2021-rik> (access: 11.01.2022).

*The IMF estimates the decline in Ukraine's GDP in 2022 by 10%*, *Interfax News Agency reports*, <https://ua.interfax.com.ua/news/general/813250.html>.

*The Main Indicators Of Socio-Economic Development Of Ukraine*, *State Statistics Service Of Ukraine*, <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

*The Russians took five ships with Ukrainian grain out of Berdyansk*, *Zaxid.net*. 20 March 2022, [https://zaxid.net/rosiyani\\_viveli\\_z\\_berdyanskogo\\_portu\\_pyat\\_ukrayinskih\\_korabliv\\_iz\\_zernom\\_n1539004](https://zaxid.net/rosiyani_viveli_z_berdyanskogo_portu_pyat_ukrayinskih_korabliv_iz_zernom_n1539004).

*The United States is providing \$ 800 million in military aid to Ukraine*, *details*, 16 March 2022, *Voice of America (Ukr.)*, <https://ukrainian.voanews.com/a/6488095>.

*The World Bank is preparing \$ 3 billion in aid to Ukraine*, *Finbalance: Finance and Economics*, 02.03.2022, <https://finbalance.com.ua/news/svitoviy-bank-hotu-3-mlrd-dopomohi-ukrani>.



*Ukraine 2030E is a country with a developed digital economy*, Ukrainian Institute of the Future, 2020, <https://strategy.uifuture.org/kraina-z-rozvinutoyu-cifrovoyu-ekonomikoyu.html> (access: 12.12.2020).

*Ukraine in 2020–2021: Consequences of the pandemic, Consensus forecast № 51*, Department of Strategic Planning and Macroeconomic Forecasting at the Ministry of Economics of Ukraine, 2021, <https://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&tag=Konsensus-prognoz> (access: 10.09.2021).

*Ukraine war now ‘apocalyptic’ humanitarians warn, in call for safe access*, 8 March 2022, “UN News: Global perspective Human stories”, <https://news.un.org/en/story/2022/03/1113512>.

*The government is launching a program to support the businesses most affected by the pandemic*, Ministry of Economy of Ukraine, government portal, 10.12.2021, <https://www.kmu.gov.ua/news/uryad-zapuskaye-programu-pidtrimki-biznesu-yakij-najbilshe-postrazhdav-pid-chas-pandemiyi>.

*The Ukrainian economy could fall by at least 10% of this thing due to the war*, “Economic Truth”, March 14, 2022, <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/14/684017/>.

Volodymyr Zelensky: Over 40% of the main road network of Ukraine has been renovated and built within two years within the framework of the Large Construction Program, 24 .12.2021, President of Ukraine: official online publication, <https://www.president.gov.ua/news/volodymyr-zelenskij-za-dva-roki-v-mezhah-programi-velike-bud-72245/>.



Oleksiy Druhov\*

ORCID: 0000-0003-1987-187X

oleksiy.druhov@gmail.com

Vira Druhova\*\*

ORCID: 0000-0001-9826-3201

viradruhova@gmail.com

## Banking System in Ukraine 2022: Before and in the Wartime

### Abstract

The article presents a study of the main determinants shaping the banking system of Ukraine in the 2018–2021 period, before the Russian invasion. In particular, the level of capitalization of the banking system, the number of banks in liquidation, the dynamics of assets growth and other indicators of the banking system were analyzed. Then the paper analyses the main measures introduced by the National Bank of Ukraine after February 24, when the Russian Federation started the war with Ukraine. These operational measures included: regulation of the foreign exchange market, ensuring the liquidity of the banking system, the operation of the electronic payment system and support for social benefits, the liquidation or preparation for the nationalization of Russian-controlled banks in Ukraine. The article also presents the assessment of the financial situation in Ukraine, after the first month of the war.

**Key words:** Ukrainian banking system, National Bank of Ukraine, banking regulation in the wartime, currency market, securing of the liquidity, bank liquidation and nationalization

**JEL:** E58, F31, G18

---

\* Oleksiy Druhov – Doctor of Sciences, Professor, Institute of Administration and Postdiploma Studies, Lviv Polytechnic National University (Ukraine).

\*\* Vira Druhova – PhD, Department of financial consulting and banking, Ivan Franko National University of Lviv (Ukraine).

## System bankowy na Ukrainie 2022: przed i w czasie wojny

### Streszczenie

W artykule przedstawiono studium głównych determinant kształtujących system bankowy Ukrainy w okresie 2018–2021, przed inwazją rosyjską. W szczególności analizowano poziom kapitalizacji systemu bankowego, liczbę banków w likwidacji, dynamikę wzrostu aktywów oraz inne wskaźniki systemu bankowego. Następnie autorzy analizują główne środki wprowadzone przez Narodowy Bank Ukrainy po 24 lutego, kiedy Federacja Rosyjska rozpoczęła wojnę z Ukrainą. Te działania operacyjne obejmowały: regulację rynku walutowego, zapewnienie płynności systemu bankowego, funkcjonowanie systemu płatności elektronicznych i wsparcie świadczeń socjalnych, likwidację lub przygotowanie do nacjonalizacji banków kontrolowanych przez Rosję na Ukrainie. W artykule przedstawiono również ocenę sytuacji finansowej Ukrainy po pierwszym miesiącu wojny.

**Słowa kluczowe:** ukraiński system bankowy, Narodowy Bank Ukrainy, regulacje bankowe w czasie wojny, rynek walutowy, zabezpieczenie płynności, likwidacja banków i nacjonalizacja

### Introduction

The Ukrainian banking system has developed dynamically since the events of 2014, despite the difficulties caused by the Covid-19 pandemic, which affected some individual indicators, but not the overall dynamics. Banks ended 2021 with profits and only with a very small number of banks in liquidation, which created an excellent basis for further growth, lower lending rates, dedollarization of the economy and the introduction of new financial instruments.

Everything changed on February 24, 2022. Russia, without declaring war, in the morning, insidiously attacked and began to seize the territory of Ukraine. During the first day of the war, her troops approached the capital, Kyiv. This put a lot of pressure on the banking system, the electronic payment system and the foreign exchange market. This article analyzes the main measures taken by the National Bank of Ukraine in the first days of hostilities to stabilize the financial markets, ensure the smooth operation of the banking system and ensure the performance of all its possible functions. Thanks to these actions, even in the midst of the war, all social payments and domestic payments were made on time, the sharp devaluation of the national currency was restrained, and military expenditures of the state budget of Ukraine were financed. These actions were unique and required a thorough analysis of their results. Thus the Ukrainian example analysed in this paper may be beneficial to other countries which may find themselves in similar conditions.

## The analysis of the banking system of Ukraine in the period of 2014–2021

Since the beginning of 2014, the banking system of Ukraine has experienced one of the most difficult crises. The Revolution of Dignity, Russia's annexation of Crimea and the anti-terrorist operation in Donbass led to the withdrawal of tens of billions of US dollars by investors in Ukraine, the devaluation of the national currency and the loss of liquidity by banks.

Immediately after the end of the revolution in 2014, the new leadership of the National Bank of Ukraine began to reform the banking sector. Among the priority areas of reform were:

- cleansing the banking sector of troubled and fictitious banks;
- introduction of flexible exchange rate system;
- reorganization of the National Bank of Ukraine;
- stress testing of banks;
- fighting against money laundering.

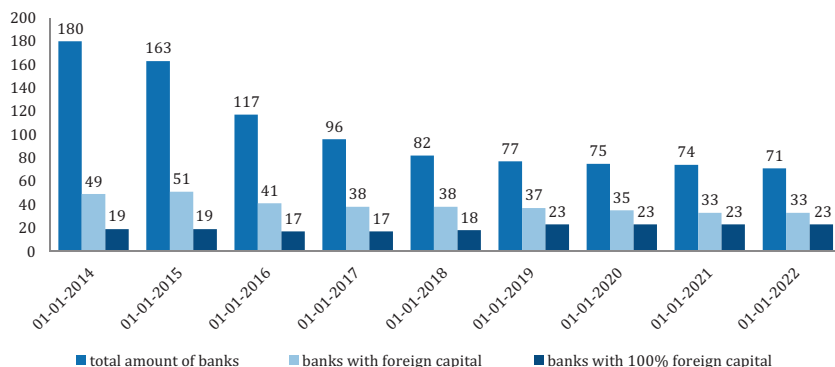
The implementation of the decision to eliminate from the banking sector troubled banks was one of the most painful measures both for the population and for the economy. The rate of decrease in the number of banks is illustrated in Fig. 1. In alone 2015, the NBU revoked the licenses of 46 banks. Most of the banks that ceased operations were banks that serviced the enterprises of local oligarchs and were unable to recapitalize, became insolvent or were active participants in the shadow economy.

After 2014, the share of state-owned banks in the structure of Ukraine's banking system began to grow. Currently, there are 4 state-owned banks:

- JSC Ukreximbank,
- JSC Oschadbank,
- JSC Ukrgasbank,
- JSC Privatbank.

They are market leaders in terms of the size of assets – together they account for almost 46% of total assets. Oschadbank and Ukreximbank were established by the state in the turn of 1991 and 1992. Ukrgasbank and Privatbank were established as private banks, controlled by private shareholders. During the two banking crises of 2008–2009 and 2014–2016, these banks became insolvent. They were nationalized, and their losses (lack of capital) were covered by the State budget. In the future it is planned to sell these banks to private investors.

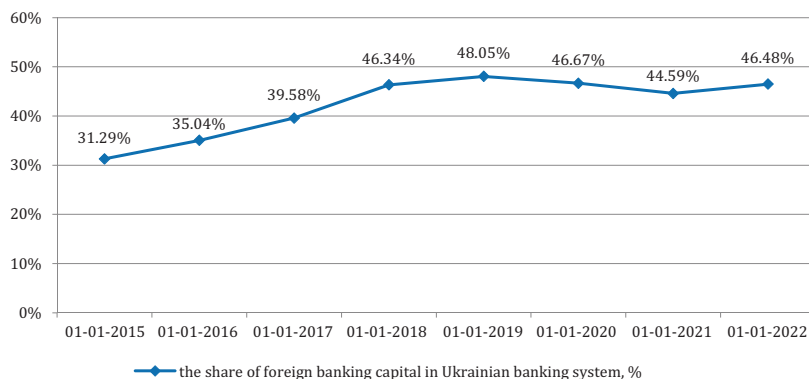
**Figure 1. The total number of banks in Ukraine, 2014–2021**



Source: Own presentation based on data from NBU.

Along with the bankruptcy of a significant number of Ukrainian banks, the share of foreign banking capital in the market has increased significantly (Fig. 2). In addition, during the analyzed period, the number of banks with 100% foreign capital increased from 19 to 23.

**Figure 2. The share of foreign capital in Ukrainian banking system, 2014–2021**



Source: Own presentation based on data from NBU.

The crisis has significantly affected the profitability of Ukrainian banks. As can be seen from Table 1, at the beginning of 2014 the net financial result of Ukrainian banks amounted to UAH 1.4 billion, but at the next few years they were unprofitable. Since 2018, the banking sector has set historical records for profitability. The net financial result amounted to UAH 77.5 billion on January 1, 2022. This was facilitated not

only by the NBU's tight monetary policy and high interest rates, but also by a more prudent credit policy of the banks. A significant increase in the profitability of the banking system was made possible by reducing contributions to reserves with a steady increase in interest and commission income.

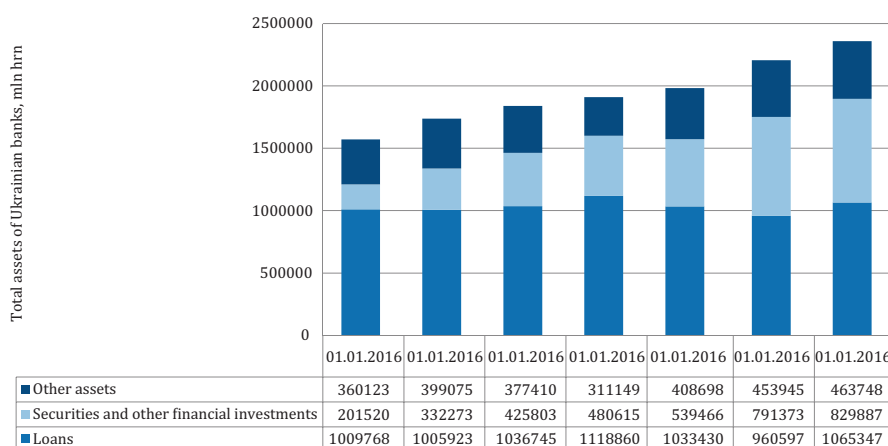
**Table 1. The main profitability indicators of Ukrainian banks, 2013–2021**  
(data of 1<sup>st</sup> of Jan. each year, in billions of UAH)

Indicators	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income	168,9	210,2	199,1	190,7	178,1	204,5	250,17	273,84
Interest income	129,9	151,3	135,1	135,8	124,0	140,8	154,30	168,75
Commissions	24,9	28,3	28,4	31,4	37,1	50,9	62,10	93,20
Net financial result	1,4	-53	-66,7	-159,3	-26,4	22,3	39,70	77,50

Source: Own presentation based on data from NBU.

Despite the fact that the number of Ukrainian banks has more than halved, in the period of 2015–2021 there was a positive trend to increase the assets of the banking system by more than 50%.

**Figure 3. The size of banking assets (including reserves for active operations), 2017–2021**



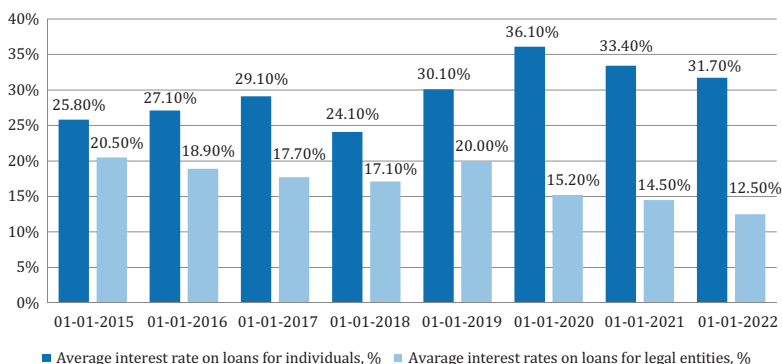
Source: Own presentation based on data from NBU.

The analysis of the structure of bank assets (Fig. 3) shows that during 2015–2021 the volume of lending to individuals and legal entities remained virtually unchanged.

Moreover, during 2020–2021, lending volumes in Ukraine decreased and even as of January 1, 2022 did not reach the 2019 level. The main reason for this was the coronavirus pandemic. Prolonged lockdown, declining business, increased risk and uncertainty have reduced demand for bank loans. It should be added that the state tried to stimulate lending by introducing affordable lending programs for businesses (at 5–9% per annum in UAH), as well as mortgage lending to individuals (state program “Affordable Mortgage” at 7% per annum in UAH).

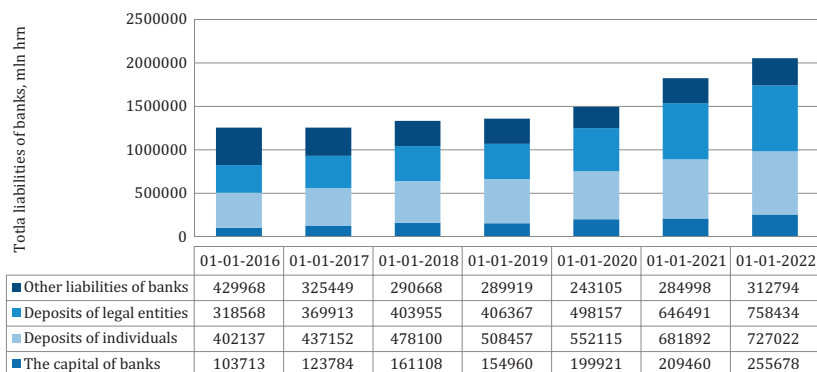
As can be seen from Figure 3, the growth of banks’ assets was mainly due to securities transactions. In particular, during this period the volume of these operations increased by almost 88%. This increase was due to the fact that state-owned banks were actively buying up domestic government bonds.

**Figure 4. The dynamic of average interest rates on loans for individuals and legal entities loans during 2014–2021 years, %**



Source: Own presentation based on data from NBU.

**Figure 5. The size of liabilities of Ukrainian banks, 2015–2021**

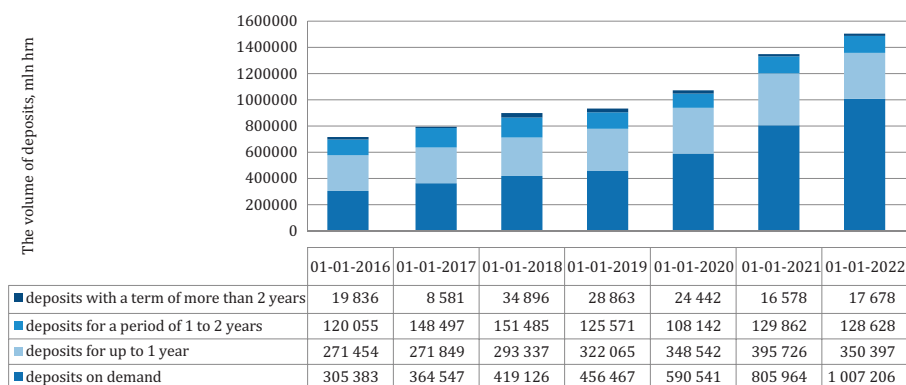


Source: Own presentation based on data from NBU.

During 2015–2021, the liabilities of Ukrainian banks grew steadily, mainly due to an increase in deposits from individuals and legal entities. Thus, over the past six years, retail deposits increased by 80% or UAH 324,885 million, while corporate deposits increased by 138% or UAH 439,866 million. It should be added that the largest increase was in the last two years (Fig. 5).

A more detailed analysis of the structure of deposits of individuals and legal entities by terms of attraction (Fig. 6) shows that the largest share belongs to deposits on demand – 67% of the total number of deposits. In addition, this figure increased more than 3 times during the analyzed period. The main reasons for such a sharp increase are the high level of investor distrust in banks, uncertainty in the future due to the coronavirus pandemic, as well as the rapid decline in interest rates on deposits (Fig. 7). The inflation rate is much higher than the average interest rates on deposits, which makes it unprofitable to invest in the long run.

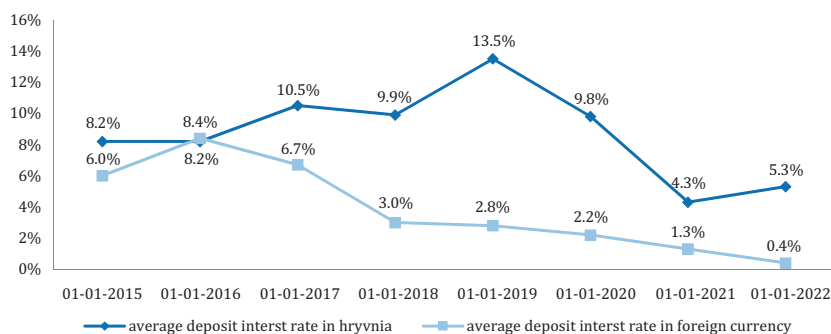
**Figure 6. The structure of deposits according to their terms, 2014–2021, mln. UAH**



Source: Own presentation based on data from NBU.

On the other hand, there are not many tools for investing in Ukraine – the domestic stock market is underdeveloped, investing in real estate requires significant initial investment, investing in securities of foreign companies is quite complex in organizational terms and before the war was just beginning to develop. Therefore, bank deposits remain a popular, though not very effective, investment tool.

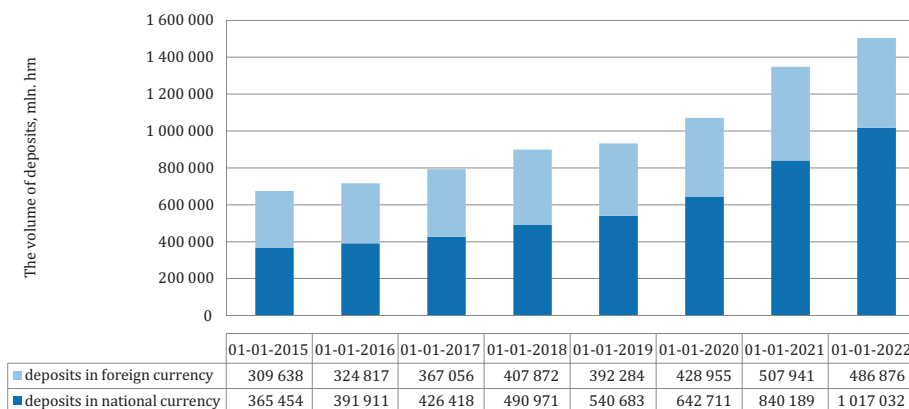
**Figure 7. The dynamic of interest rates on deposits in national and foreign currency, 2014–2021**



Source: Own presentation based on data from NBU.

There is also a sharp decline in interest rates on foreign currency deposits, which are now almost the same as in other European countries (Fig. 7). As a result, the share of foreign currency deposits began to decrease significantly during the analyzed period. If as of 01.01.2015 foreign currency deposits accounted for 45% of the total volume of deposits, then as of 01.01.2022 – already 32%.

**Figure 8. The structure of deposits according to their currency, 2014–2021, mln. UAH**



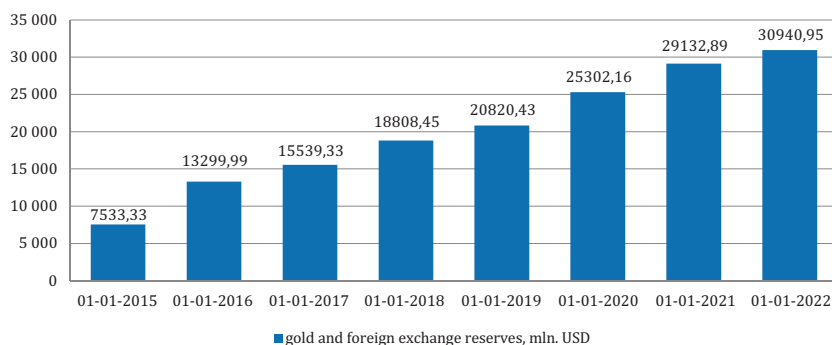
Source: Own presentation based on data from NBU.

In the analysis of the banking system of Ukraine before the start of hostilities on the part of Russia, it is appropriate also to indicate the size of gold and foreign exchange reserves. At the turn of 2014–2015, Ukraine’s gold and foreign exchange reserves fell to a catastrophically low level. Then, against the background of



financial and economic chaos and fears of a possible collapse of the country, a huge amount of foreign currency was withdrawn from the banking system by non-residents, households and domestic businesses. Despite various negative factors and instability, over the past 6 years, the National Bank of Ukraine has managed to increase annual gold and foreign exchange reserves and to accumulate by the beginning of 2022 almost 31 billion USD.

**Figure 9. The dynamics of Ukrainian gold and foreign exchange reserves, mln USD**



Source: Own presentation based on data from NBU.

In May 2021, the National Bank of Ukraine published a development strategy until 2025, which identified the main goals for future development of the banking system. The main priority areas of the new strategy were:

1. Promoting economic recovery and development:
  - maintaining macrostability;
  - resumption of lending to the economy;
  - development of the financial services market;
  - development of capital markets infrastructure.
2. Digital finance as a driver for digitalization of the economy:
  - development of non-cash economy;
  - increasing the level of financial inclusion;
  - development of innovations in the financial sector;
  - cybersecurity of the financial sector.

Unfortunately, on February 24, 2022, all plans changed...

## How the banking system of Ukraine worked at the beginning of the war

At 5 a.m. on February 24, Russia launched massive missile strikes throughout Ukraine and began landing 20 kilometers from Kyiv, attacking Kherson and Kharkiv. The first reaction of the population was panic. People rushed to refuel cars, buy food, medicine and withdraw money from ATMs. The banking system kept performing in almost all regions, except for those where there were active fights. No withdrawal limits have been set by the National bank, but they were set up by banks at their own discretion. They were sufficient to meet the social needs, 90% of trade establishments accepted bank cards.

As of February 24, it was no longer possible to officially buy dollars from banks. The interbank foreign exchange market and the stock exchange closed. The dollar could only be handed over at the fixed exchange rate – 29.25 hryvnias for one US dollar. It could be bought on the black market, for 2–3 days its value increased to 42–43 hryvnias per dollar, but by March 25 the price had dropped to 32.5 hryvnias per dollar.

This created some problems for people who went abroad, as it was almost impossible to exchange hryvnia for foreign currency in cash, but there was no problem with non-cash payments with Ukrainian cards abroad.

The next problem was the provision of social benefits, salaries for public sector employees, and the financing of pensions. Revenues to the budget have virtually stopped. The National Bank and other government agencies urgently transferred to the budget certain part of profits for 2021 and organized the urgent issue of military bonds, which were redeemed by the NBU.

Below is a detailed description of the actions and measures taken by the National Bank of Ukraine in the first and subsequent days of wartime, aimed at maintaining the stability of the financial and banking system of Ukraine.

## Actions to ensure the functioning of the financial, banking and foreign exchange markets in the first days of the war

On February 24, after the Russian Federation's military attack on Ukraine, the National Bank of Ukraine immediately imposed several decisions to prevent the collapse of Ukraine's financial system. The National Bank promptly adopted a resolution in connection with the declaration of martial law throughout Ukraine, which, in particular, provides that<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> Official page of the National Bank of Ukraine. *Про роботу банківської системи та валютного ринку з 24 лютого 2022 року в умовах воєнного стану по всій території України.* <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pro-robotu-bankivskoyi-sistemi-ta-valyutnogo-rinku-z-24-lyutogo-2022-roku-za-umovi-voyennogo-stanu-po-vsij-teritoriyi-ukrayini>

- banks ensure the operation of branches in an uninterrupted mode in the absence of threat to life and health of the population;
- banks continue to operate subject to the restrictions set out in this resolution;
- access to safe deposit boxes is provided in uninterrupted mode;
- non-cash payments are made without restrictions;
- ATMs are supplied with cash without restrictions;
- NBU provides cash support without restrictions;

NBU carried out blank refinancing of banks to maintain liquidity without restrictions for the amount of up to one year with the possibility of extension for another year and payments to the Government of Ukraine were made without restrictions, in accordance with the legislation on the special period.

The relevant resolution also provided for the introduction of temporary restrictions from February 24, 2022, namely:

- suspend the operation of the foreign exchange market of Ukraine, except for operations on the sale of foreign currency by customers;
- to fix the official exchange rate for February 24, 2022;
- limit the withdrawal of cash from the client's account in the amount of UAH 100,000 per day (excluding salaries and social benefits), except for enterprises and institutions that ensure the implementation of mobilization plans (tasks), the Government and individual permits of the National Bank without accrual and withdrawal commissions;
- prohibit the issuance of cash from clients' accounts in foreign currency, except for enterprises and institutions that ensure the implementation of mobilization plans (tasks), the Government and certain permits of the National Bank;
- introduce a moratorium on cross-border foreign currency payments (except for enterprises and institutions that ensure the implementation of mobilization plans (tasks) and the Government, certain permits of the NBU);
- suspend the implementation of expenditure operations by servicing banks on the accounts of residents of the state that carried out the armed aggression against Ukraine etc.

Appropriate actions were necessary to ensure the reliable and stable functioning of the country's financial system and to maximize the activities of the Armed Forces of Ukraine, as well as the smooth operation of critical infrastructure.

On the same day, the Board of the National Bank of Ukraine amended this position, supplementing it with some important points<sup>2</sup>:

---

<sup>2</sup> Official page of the National Bank of Ukraine. *Внесено зміни до постанови про роботу банківської системи у період впровадження військового стану.* <https://bank.gov.ua/ua/news/all/vneseno-zmini-do-postanovi-vid-24-lyutogo-2022-deadline-18-pro-robotu-bankivskoyi-sistemi-v-period-poruvadjennya-voyennogo-stanu>

The Board of the National Bank of Ukraine adopted amendments to the resolution of February 24, 2022 № 18 “On the operation of the banking system during martial law”, in particular:

- identified cases in which authorized institutions are allowed to trade currency values on behalf of clients, as well as the procedure for these transactions;
- the official exchange rate of hryvnia to foreign currencies, the official exchange rate of hryvnia to special borrowing rights, as well as the estimated price of bank metals are fixed at the levels at which they operated on February 24, 2022 (UAH 29.25 per US dollar);
- the calculation of the reference value of the hryvnia exchange rate against the US dollar was suspended until a separate decision in accordance with the agreements concluded on the foreign exchange market of Ukraine as of 12.00;
- identified cases in which authorized institutions are allowed to carry out cross-border transfers of currency values from Ukraine on behalf of clients;
- authorized institutions are prohibited from conducting any foreign exchange transactions using Russian rubles and Belarusian rubles; the participant of which is a legal or natural person who is located in the Russian Federation or in the Republic of Belarus; to fulfill obligations to legal or natural persons located in the Russian Federation or in the Republic of Belarus;
- the procedure for conducting daily operations on the purchase of US dollars by the National Bank of Ukraine from banks was determined;
- the right of banks to sell foreign currency to customers at the expense of their own currency position to fulfill these customers' own obligations under credit agreements (including interest) to banks;
- granted the right to banks that have balances of currency values at the box office at the time of adoption of this resolution, to sell them to customers within the balance of currency values.

From March 1, foreign exchange transactions were allowed between banks within the 1st group of the Classifier of Foreign Currencies and Bank Metals<sup>3</sup>. Thus, from March 1, 2022, instead of a complete ban on the issuance of cash from the client's account in foreign currency, a limit of up to 30 thousand UAH per day was set up. In addition, the NBU determined that:

- cash restrictions will continue to be withdrawn from the accounts of enterprises and institutions that ensure the implementation of government mobilization plans (tasks) and on the basis of separate permits of the NBU;
- withdrawal of cash currency in branches and outlets of banks located in territories under threat of occupation by Russia will be carried out within the balance of funds on the account, subject to their availability. The decision on the issuance of funds will be made by the head of the branch or bank branch.

<sup>3</sup> Official page of the National Bank of Ukraine. *Національний банк послабив низку заборон на операції в іноземній валюті*. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-poslabiv-nizku-zaboron-na-operatsiyi-v-inozemniy-valyuti>

In addition, the National Bank provided for the possibility of using payment cards abroad for payments and cash, adding them to the list of exceptions to the ban on cross-border transfers of currency values from Ukraine on behalf of customers. At the same time, since the introduction of martial law, the NBU has not imposed any restrictions on non-cash payments, including abroad.

The National Bank also forbade crediting funds to the accounts of individual customers on transfers initiated using electronic means of payment issued by members of international payment systems operating in the Russian Federation and the Republic of Belarus. It is also prohibited to accept in Ukraine electronic means of payment (including transfers, settlements and cash withdrawals) issued by members of the relevant international payment systems.

The National Bank of Ukraine also:

- established recommendations for collection. In particular, it is recommended that banks first collect business entities in the field of retail trade, provided that these business entities accept payment cards for payment at all outlets;
- expanded the list of exceptions to the ban related to the implementation of foreign exchange trading by authorized institutions on behalf of clients;
- established how the exchange rate will be determined, according to which the authorized institutions will carry out operations on purchase on behalf of clients (which are allowed) and sale of non-cash foreign currency, as well as purchase of cash foreign currency from clients;
- clarified the procedure for conducting currency supervision;
- determined the features of operations with banks on the purchase and sale of US dollars and euros carried out by the National Bank, and the exchange rate for such operations.

## **Supporting the liquidity of the banking system and maintaining the sustainability of budget payments**

After the start of hostilities, the National Bank also took urgent measures to ensure an adequate level of bank liquidity. As part of these measures, the NBU Board Resolution of February 24, 2022 № 22 “On the peculiarities of maintaining the liquidity of banks during martial law” approved the procedure of blank (without providing) refinancing of banks to maintain the liquidity of the banking system. This tool strengthens the ability of banks to properly and fully fulfill their obligations to customers – legal entities and individuals.

On February 25, 2022, the new blank refinancing instrument was used for the first time together with standard liquidity support instruments. Two tenders were held to support liquidity, in which banks were provided with refinancing in the amount of UAH 51.5 billion.

In order to ensure all budget payments under martial law, the Ministry of Finance has launched the issue of “Military Bonds”. This is an analogue of government bonds, which has a purpose – to finance the budget during the war. To do this, a relevant document was published. In order to ensure the implementation of the Decree of the President of Ukraine “On the imposition of martial law in Ukraine” of February 24, 2022 № 64 and in accordance with the Law of Ukraine “On the legal regime of martial law” the Cabinet of Ministers of Ukraine resolves:

1. Carry out state internal borrowings in the amount of up to UAH 400 billion by gradual issuance of domestic government bonds “Military Bonds” (hereinafter – bonds) with the following basic conditions:
  - nominal value of one bond – UAH 1,000;
  - coupon period – one year;
  - income rate – 11 percent per annum;
  - circulation period – up to 15 years.

Funds raised from the placement of bonds are credited to the state budget.

As of March 14, two series of bonds were issued, maturing in April 2022 and March 2023. Most of the bonds were repurchased by the National Bank of Ukraine (for two auctions – in the amount of UAH 8 and 20 billion). Of course, this is an additional issue of money in circulation. On the positive side, individuals can also buy these bonds through a network of banks and financial brokers.

## Liquidation and nationalization of Russian banks

Already on February 25, the National Bank made another long-awaited decision, revoking the banking license and liquidate the banks under the control of the Russian Federation<sup>4</sup>:

JSC INTERNATIONAL RESERVE BANK, which is 100% owned by PJSC Sberbank of Russia, and PJSC Joint-Stock Commercial Industrial and Investment Bank (PJSC Prominvestbank), which is 99.77% owned by the State Development Corporation, fell under this decision.

*“When our army selflessly and bravely defends every piece of land from Russian aggression, we in the central bank cannot allow the» daughters «of state-owned banks of the invading country to continue working in Ukraine and operate with Ukrainian money»* said NBU Chairman Kyrylo Shevchenko.

The Russian Federation is a shareholder and owner of 50% of the authorized capital of PJSC «Sberbank of Russia» and 100% of the authorized capital of the State Development Corporation «WEB.RF». Thus, their Ukrainian subsidiaries are under the indirect control of Russia and its leadership. The right to make such decisions

<sup>4</sup> Information about banks with a part of Russian capital. <https://www.jakda.com.ua/news/2022/02/25/682777/>

is given to the Board of the National Bank by the resolution of February 24, 2022 № 19 *"On the peculiarities of the termination of banks in martial law"*, – explained in the National Bank.

Back in 2017, by the decision of the National Security and Defense Council of Ukraine, sanctions were imposed on JSC "INTERNATIONAL RESERVE BANK" (former name of JSC "SBERBANK") and PJSC "Prominvestbank" to prevent the outflow of capital outside Ukraine in favor of persons related to the bank in particular maternal structures. These actions covered only those banking institutions that were directly controlled by the state structures of the Russian Federation. In addition, on March 3, the Verkhovna Rada of Ukraine passed a law on the nationalization of Russian assets. The implementation of this law allows the transfer to state ownership of property belonging directly or indirectly to Russia and its citizens. If this law is implemented, several more banking institutions may go to the Ministry of Finance of Ukraine. These include:

Alfa-Bank is one of the largest banks in Ukraine, defined by the NBU as a system. Its majority shareholder is Russian oligarch of Ukrainian descent Mikhail Friedman, who owns 32.86% of the shares. Almost 21% belongs to Herman Khan, 16.3% – to Alexei Kuzmichev, 12.4% – to Pyotr Avenue. They are all Russian.

According to Russia's Forbes, Friedman is among the richest people in the occupying power. His fortune is estimated at \$ 15.5 billion. Almost immediately after the start of the war against Friedman and Aven, the EU imposed sanctions.

In early March, Alfa-Bank reported that sanctioned Russian businessmen would hand over their shares in the Ukrainian "daughter" to Ukrainian citizens or Ukrainian companies, which would be approved by the NBU, but so far this has not happened.

On January 1, 2022, the bank's assets amounted to UAH 125.4 billion. Net profit in 2021 reached UAH 3.35 billion.

Forward Bank is 100% owned by Russian businessman Rustam Tariko, owner of the Russian Bank Russian Standard and the vodka brand of the same name.

In 2016, Tariko's fortune was estimated at \$ 0.5 billion. He ranked 168th in the ranking of the richest Russians. In 2021, he was not included in the top 200 richest people in the terrorist state. The assets of Forward Bank amount to UAH 2.76 billion, in 2021 it earned UAH 107 million in net profit.

Pin Bank is owned by Russian businessman Yevgeny Giner, a native of Kharkiv, and the owner and president of Moscow's CSKA football club. This is one of the small banks. According to the NBU, its total assets on January 1, 2022 amounted to UAH 3.26 billion, a quarter of which the bank held in IGLBs. In 2021, the institution earned UAH 422.2 million.

At the end of 2021, Ukrainian businessman Oleksandr Yaroslavskyi submitted a request to the AMCU to allow the purchase of Pin Bank. At the beginning of 2022, the National Bank also received a corresponding appeal. They did not have time to agree on the agreement.

## Conclusion

On March 25, 2022 the war has been going on for more than a month. Despite the active fightings in Ukraine, banks operate on a full-time basis and all domestic interbank payments are made without delay. Cards issued by Ukrainian banks operate smoothly abroad. All salaries and pensions are paid on time. Despite its difficult financial situation, Ukraine is paying all its external and internal obligations. The exchange rate of Ukrainian hryvnia to USD and euro has stabilized and it is already possible to withdraw currency in banks from individual accounts, with certain quantitative restrictions – up to 3400 USD per one day. The interbank foreign exchange market is gradually starting to work, the stock market is partially working.

Not only economists, but all Ukrainians understand the terrible consequences of the war for the economy and the financial system of Ukraine, and despite the difficult times ahead, Ukrainians are ready to rebuild their country, hoping for financial support from global financial organizations.

## References

NBU, The main indicators of banking activity in Ukraine. The official web-site of the National bank of Ukraine, <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist/data-supervision> (access: 24.03.2022).

Tsyhaniuk D., Hlants V., *Analysis of financial soundness of Ukrainian banks*, Visnyk Of Sumy State University, Economy series, 2020. № 1, DOI: 10.21272/1817-9215.2020.1-17.



Sophia Lobozyńska\*

ORCID: 0000-0001-5483-6864

sofiya.lobozyńska@lnu.edu.ua

Iryna Skomorovych\*\*

ORCID: 0000-0002-8574-6770

iryna.skomorovych@lnu.edu.ua

Ulyana Vladychyn\*\*\*

ORCID: 0000-0002-6916-6688

ulyana.vladychyn@lnu.edu.ua

## Activities of the National Bank of Ukraine under Martial Law

### Abstract

The full-scale invasion of Russian troops into Ukraine has created new challenges for the National Bank of Ukraine (NBU). In the article the authors have used system analysis to study the efficiency of the direct methods of the NBU in regulating the money market. It was established that the NBU took timely measures to ensure uninterrupted functioning of the country's economy by introducing military refinancing to maintain the liquidity of the banking system, set a fixed exchange rate and low restrictions on the foreign exchange market to restrict the rapid devaluation of the national currency. The activities of the NBU to fill the economy with money to finance significant military expenditures by buying and selling military bonds of Ukrainian Government, transferring profits to the State Budget, establishing relations with international financial organizations. In order to achieve a rapid effect of preventive measures, the NBU provides direct lending to the Government through the purchase of military bonds on the primary market. In the long run, the NBU should abandon its subordination to the Government and move to market-based monetary governance.

---

\* Sophia Lobozyńska – Professor of Banking and Insurance Business Department, Ivan Franko National University of Lviv (Ukraine).

\*\* Iryna Skomorovych – Professor of Banking and Insurance Business Department, Ivan Franko National University of Lviv (Ukraine).

\*\*\* Ulyana Vladychyn – Professor of Banking and Insurance Business Department, Ivan Franko National University of Lviv (Ukraine).

**Key words:** financial stability, liquidity of the banking system, foreign exchange market regulation, cash flows, military bonds, military refinancing, international macroeconomic financial assistance

**JEL:** E52, E58, G18

## Działalność Narodowego Banku Ukrainy w warunkach wojny

### Streszczenie

Inwazja wojsk rosyjskich na terytorium Ukrainy stworzyła nowe wyzwania dla Narodowego Banku Ukrainy (NBU). Stosując analizę systemową, autorki badają skuteczność stosowania przez NBU instrumentów sterowania bezpośredniego w polityce pieniężnej. Analiza pokazała, że NBU w odpowiednim czasie podjął niezbędne środki w celu zapewnienia sprawnego funkcjonowania gospodarki kraju, wprowadzając refinansowanie wojskowe w celu wsparcia płynności systemu bankowego, ustalając stały kurs walutowy i szereg ograniczeń na rynku walutowym. Przedstawiono działania NBU mające na celu zapewnienie gospodarce środków na finansowanie obronności poprzez emisje i kupno obligacji wojskowych rządu Ukrainy, przekazywanie zysków do budżetu państwa, nawiązywanie relacji z międzynarodowymi organizacjami finansowymi i rządami innych państw. W celu uzyskania szybkiego efektu tych działań NBU udzielił rządowi kredytu poprzez zakup obligacji wojskowych na rynku pierwotnym. Na dłuższą metę NBU musi zrezygnować z podporządkowania się rządowi i przejść do stosowania instrumentów rynkowych polityki pieniężnej.

**Słowa kluczowe:** stabilność finansowa, płynność systemu bankowego, regulacja rynku walutowego, przepływy pieniężne, obligacje wojskowe, refinansowanie wojskowe, międzynarodowa makroekonomiczna pomoc finansowa

### Introduction

The war requires significant expenditures of resources, human capital and finances. Executive authorities have to implement a coherent economic policy of providing the country with resources to counter the enemy. In turn, the country's central bank should play a key role in the macroeconomic stabilization of the state on whose territory the hostilities are taking place.

A striking example of the restoration of the country's financial power was the Bank of England during the Napoleonic Wars. The Bank of England skillfully provided the short-term liquidity needed to overcome military crises. Without the Bank of England, these crises would jeopardize Britain's ability to wage war, which in turn would reduce long-term economic progress. By promoting a more monetized economy, the Bank also made it easier for the state to collect taxes. Indirectly, this contributed to the creation of an investment-friendly environment. However, the Bank of England did not become a systematic source of funding for the government, which would disrupt price stability in the long run (O'Brien, Palma 2022).

World War I was a turning point that put the Federal Reserve System to the test. Federal spending on military training, weapons, and ammunition increased fifteenfold between 1916 and 1918. Expenditures quickly exceeded tax revenues. The Treasury mounted a series of war bond or "liberty loan" drives to raise additional funds.

The Federal Reserve also lent at preferential rates to banks purchasing Treasury certificates – short-term borrowings issued in anticipation of tax receipts. As a result of the Fed lending at low interest rates, credit conditions eased throughout the domestic economy. Extensive borrowing by businesses and households stimulated economic growth but also increased the money supply, fueling inflation. The war for some time made the Federal Reserve System subordinate to the Treasury. However, after the war, the Fed reaffirmed its independence and took steps to reduce inflation, which threatened to halt economic growth (Davies 2013).

The full-scale Ukrainian-Russian war began on February 24, 2022. Ukraine's losses from the Russian invasion are already in the hundreds of billions of dollars. Active hostilities are taking place in 10 oblasts (provinces), which account for about half of the country's GDP. Many logistics chains have been completely broken, many businesses have been physically destroyed, some cannot operate in wartime, and many workers have simply left. The International Monetary Fund estimates that Ukraine needs about \$ 4.8 billion in external financing this year, and the country's GDP will shrink by 10% if the war ends soon. However, economic contraction could be much deeper, ranging from 25% to 35%, based on real-time GDP contraction in countries such as Iraq, Lebanon, Syria and Yemen (*Ukraine's economy...* 2022).

The main purpose of this research is establishing the effectiveness of regulatory and monetary measures of the National Bank of Ukraine to stabilize the financial system of the state in the first three weeks of the war with Russia (24.02.202–17.03.2022).

To analyze the activities of the NBU during the war, we undertake a systematic scientific analysis of changes in domestic banking legislation and the direct activities of the Central Bank of Ukraine to support the liquidity of banking institutions, foreign exchange market regulation, adjustment of cash flows of macrofinancial assistance for the purpose of operative financing of military spendings. We attempt to assess the efficiency of regulatory and monetary measures of the NBU in the first three weeks of the war with Russia.

The structure of the article is as follows: 1) the NBU's activities to ensure the uninterrupted operation of the banking system with adequate liquidity and solvency, 2) the central bank's measures to regulate the foreign exchange market and support the purchasing power of national currency, 3) channels to make liquidity available both through domestic channels and by attracting international macro-financial assistance.

## 1. Ensuring the financial stability of the country and maintaining the liquidity of the banking system by the National Bank of Ukraine

An important task of the NBU under martial law is to ensure the stable functioning of the banking system. During the financial crises in Ukraine in 2004, 2008, and 2014, clients withdrew money from the banking system. This led to liquidity crises and, ultimately, to large-scale economic problems. The beginning of hostilities, disruptions in the banking infrastructure caused by them, and forced migration could provoke a massive outflow of clients' funds and worsen bank liquidity and increase panic among the population.

Taking into account the experience of previous financial crises, on the first day of martial law the NBU approved Resolution On Operation of Banking System under Martial Law to ensure sound and stable operation of the banking system (the Board of the National Bank of Ukraine, *On Operation of Banking System...*, NBU 2022). With this Resolution, the NBU introduced the following preventive measures:

- restrictions on cash withdrawals from clients' accounts in the amount of UAH 100,000 per day (excluding salaries and social benefits), with the exception of enterprises and institutions that ensure the implementation of government mobilization plans and individual permits of the National Bank without accrual and withdrawal of commissions;
- stopped carrying out expenditure operations with the accounts of Russian residents;
- obliged banks-issuers of electronic money to suspend the issuance of electronic money, replenishment of electronic wallets with electronic money, distribution of electronic money (*The National Bank of Ukraine imposed...* 2022).

Another normative act that had a significant impact on the solvency of domestic banks and the behavior of their customers in martial law is NBU Board Resolution No. 23 On Some Issues of Operation of Ukrainian Banks and Banking Groups dated 25 February 2022. First of all, the norms adopted in this Resolution allowed Ukrainian banks to introduce credit holidays for their customers. In addition, non-state-owned banks are prohibited from paying dividends to their shareholders (other than the payment of dividends on preferred shares), providing new loans and repaying deposits to related parties ahead of schedule.

No restrictions were imposed on non-cash payments. Therefore, in order to minimize the risks of using and transporting cash, banks and the NBU strongly encouraged the use of payment cards to make payments for goods and services. Banks have automatically extended the validity of payment cards. But the relief also affected the businesses that accept payment cards for payments. Some of the largest banks in Ukraine (Oschadbank, Privatbank and Raiffeisen Bank) abolished commissions for acquiring services during martial law (*Ukrainian banks cancel the*

*commission...* 2022). Those citizens, who still prefer cash payments, were able to withdraw cash from their payment cards at the checkouts of large retail chains, gas stations, pharmacies (from UAH 500 to UAH 6,000). Therefore, the excitement that arose on the first day of martial law and manifested itself in long queues at ATMs, faded very quickly. In addition, banks have significantly reduced fees for their services. People and businesses can easily pay for goods and services. Most shops and gas stations accept non-cash payments.

At present, the funding base of banks remains relatively stable. Hryvnia deposits of the population have increased by about 16% since the beginning of hostilities (Dadashova 2022). Significant amounts of wage and salary payments as well as social payments went to bank accounts. At the same time, withdrawals have become more difficult in regions with the most active hostilities, where less than 15% of large bank branches operate. It is also extremely difficult to deliver cash to ATMs there. And the mobility of the population within these cities is very limited. In contrast, more than 90% of large bank branches operate in Central and Western Ukraine, but the motivation to withdraw funds in these relatively quiet regions is much lower. However, of course, the war affects the mood of investors. Now their funds are mainly accumulated in current accounts, while time deposits are reduced.

The funds of enterprises decreased significantly – by about 5% in hryvnia and in foreign currency. A significant part of them went to pay wages, salaries and taxes. As many businesses have shut down, receipts on their accounts will be moderate. Employers plan to continue to pay wages salaries to employees, which will lead to a reduction in corporate deposits in banks (Dadashova 2022).

Ukrainian refugees faced a huge problem, crossing the state border with large amounts of cash hryvnia. Very quickly, currency exchange offices, for example, in Poland were flooded with hryvnia and its exchange rate fell to almost 0<sup>1</sup>. To solve this problem, the NBU allowed banks to buy cash in hryvnia from foreign financial institutions for non-cash foreign currency in the amount not exceeding the equivalent of EUR 1,000,000 per day. The NBU is conducting an information campaign informing refugees that it is not necessary to take cash hryvnia abroad, but rather to replenish its card accounts in Ukraine. In this case, Ukrainians can usually pay with payment cards abroad, and if necessary, withdraw foreign currency at an ATM. Conversion in such cases will take place at the rate of the payment system, which more adequately corresponds to market realities (*The NBU recommends...* 2022; *NBU: no need...* 2022).

Simultaneously with the introduction of restrictions on the withdrawal of funds from banks, the NBU adopted a procedure for maintaining the liquidity of banks during the period of martial law. In addition to standard liquidity-providing instruments (refinancing loans secured by government securities, bonds of international financial organizations, domestic local government bonds, foreign currency, direct

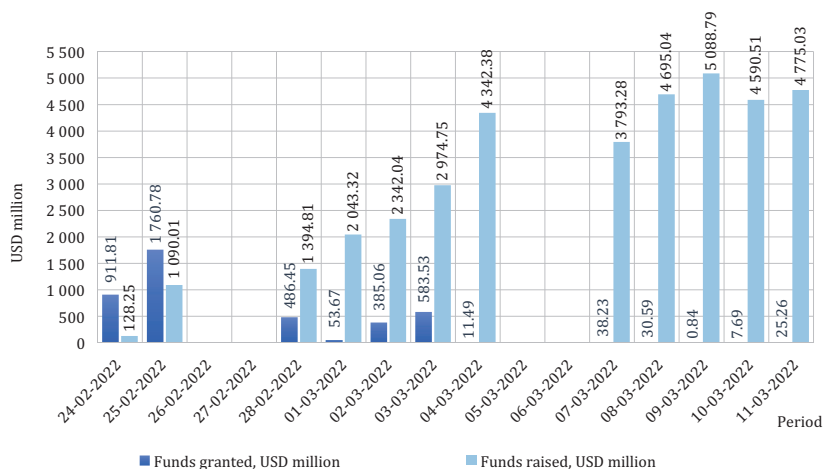
---

<sup>1</sup> At the end of March the major Polish commercial bank began buying UAH at the rate close to the official one following the formal agreement with the NBU.

repo transactions, government securities transactions on the open market), banks are given the opportunity to obtain a blank loan from the NBU (military refinancing) for up to 1 year, the amount of which does not exceed 30% of the balances of individuals in this bank. The interest rate on standard and blank refinancing loans is 11%, which is only one point higher than the NBU discount rate.

The largest amount of refinancing loans was received by banks on February 24, 2022 – USD 911.8 million and on February 25, 2022 – USD 1,760 million. For the period from February 24 to March 11, 2022, the NBU provided refinancing loans to banks in the amount of USD 4.3 billion (Fig. 1). This is nine times more than since the beginning of 2022. However, during the same two weeks of martial law period, the NBU mobilized funds from banks by placing its certificates of deposit in the amount of USD 37.3 billion (*National Bank of Ukraine's liquidity... 2022*).

**Figure 1. National Bank of Ukraine's liquidity adjustment transactions, period from February 24 to March 11, 2022**



Source: *National Bank of Ukraine's liquidity adjustment transactions*. <https://bank.gov.ua/en/statistic/sector-financial/data-sector-financial> (access: 16.03.2022).

At the same time, in order to continue maintaining the appropriate level of bank liquidity and financial stability of the country, the NBU Board adopted the following decisions:

- to stop conducting tenders for the placement of certificates of deposit for a period of 14 days, and to apply only overnight certificates;
- to conduct tenders for refinancing banks, in particular blank (military) refinancing;

- to cancel the decision to increase the reserve requirement, adopted in early February to remove excess hryvnia liquidity (*The NBU has taken measures... 2022*);
- to cancel the implementation of the annual assessment of the banks' stability in 2022;
- not to apply to banks and responsible persons of banking groups measures of influence on violations of economic standards, limits of open currency position, deadlines for submission and publication of reports, if such violations occurred after the beginning of military aggression (Ivanov 2022). However, if the bank has these violations, the NBU will impose certain restrictions on its activities. In particular, the bank will not be able to repurchase securities issued by it, pay bonuses to its executives, buy non-government securities and increase its investments in fixed assets and intangible assets that are not involved in banking operations, enter into agreements to raise funds, providing for the advance payment of interest.

The negative temporary impact of hostilities on the performance of banks should not lead to the recognition of the most affected banks as insolvent. If necessary, such financial institutions will have time to restore financial stability after the abolition of martial law. At the same time, it is necessary to ensure fair reflection of the real financial state of banks. Whatever the consequences of the war, they cannot be hidden in financial statements. It is very important to see the real picture. Without this, it will be difficult to implement an effective recovery plan for the banking system after the war.

Thus, during the war, the banking system continues to operate stably due to the timely introduction of preventive measures to maintain liquidity. Banks have a stock of highly liquid assets to provide all non-cash payments and settlements on retail deposits, even in the current difficult conditions.

## 2. Regulating the foreign exchange market by the NBU

The foreign exchange market is now operating under significant restrictions imposed by martial law. Banks are in fact prohibited from trading in foreign currency. Most transactions on the interbank market take place with the participation of the National Bank. Single transactions between banks have begun to take place, but so far they are very rare.

To stabilize the foreign exchange market, the NBU was forced to introduce a fixed exchange rate (a floating exchange rate has been in force in Ukraine since 2014) and some restrictions on the purchase of foreign currency and the transfer of foreign currency abroad. In particular, the NBU:

- suspended the operation of the foreign exchange market of Ukraine, except for operations on the sale of foreign currency by customers;

- fixed the official exchange rate for February 24, 2022;
- introduced a moratorium on cross-border foreign currency payments (except for enterprises and institutions that ensure the implementation of mobilization plans);
- banned the withdrawal of cash out of clients' accounts in foreign currency, except for enterprises and institutions that ensure the implementation of mobilization plans (tasks), (in March, the NBU allowed to withdraw up to UAH 30 thousand per day equivalent (about USD 1,000) (*The NBU stopped... 2022*).

At the same time, the NBU allowed clients in territories threatened by occupation to withdraw cash in national and foreign currency from accounts without restrictions on the amount, as well as to purchase cash in foreign currency, if such assets are in the bank (*On Operation of Banking System..., NBU 2022*).

The National Bank of Ukraine has banned banks from conducting any foreign exchange transactions:

- using Russian rubles and Belarusian rubles;
- the participant of which is a legal entity or individual located in the Russian Federation or in the Republic of Belarus;
- to fulfill obligations to legal entities or individuals located in the Russian Federation or in the Republic of Belarus (*The NBU has banned... 2022*).

In the field of non-cash foreign exchange market, banks are allowed to:

- trade currency with other banks, foreign financial institutions, the National Bank of Ukraine, international financial organizations on a „swap” basis;
- swap transactions with resident clients, if the first part of the transaction involves the purchase of foreign currency from a resident client;
- foreign exchange transactions for the exchange of freely convertible foreign currencies between banks and banks on behalf of customers.

The purchase of non-cash foreign currency, as well as its transfer abroad (as well as hryvnia) is possible only for (*On Operation of Banking System..., NBU 2022*):

- banks' own operations, including settlements with international payment systems;
- import operations of residents for the purchase of critical import goods according to the list approved by the Government (certain foodstuffs, hygiene products, medicines, military goods, fertilizers, oil, coal, tires, etc.);
- foreign exchange transactions of international financial organizations;
- foreign exchange transactions conducted by residents and non-residents to ensure national security and defense;
- operations to pay for medical expenses in medical institutions of a foreign country, to pay for the transportation of patients, to pay costs connected to the deaths of citizens abroad;
- transfers in favor of Ukrainian diplomatic missions abroad.



The exchange rate at which the bank sells US dollars to the client in these cases may not deviate by more than 1% from the official exchange rate of the NBU. When selling other foreign currencies, the exchange rate may not deviate by more than 1% from the official exchange rate determined on the basis of the official exchange rate of hryvnia to the US dollar and information on current foreign exchange rates to the US dollar (or US dollar to foreign currencies) on international currency markets.

Restrictions on international settlements not related to critical imports may lead Ukrainian importers to fail to meet their obligations to foreign counterparties. In order to minimize possible penalties by domestic businesses for non-compliance with foreign economic agreements, the Chamber of Industry and Commerce has witnessed the onset of *force majeure* in Ukraine from February 24, 2022.

As the NBU fixed the exchange rate of the hryvnia against the US dollar at UAH 29.25, the maximum value of the hryvnia against the US dollar was set at UAH 29.54. Despite the existence of such a narrow corridor, representatives of the NBU believe that there is some room for use of market mechanisms of exchange rate formation. The NBU reports that after 10 days of silence, the resumption of interbank operations in the foreign exchange market has begun, although they are currently small (close to approx. USD 10 million per day) (*The interbank... 2022*).

The Ministry of Defense of Ukraine is the only institution that has not been subject to any restrictions on the purchase and transfer of foreign currency. In order to support the financial ability of refugees abroad, the National Bank of Ukraine abolished the requirement for citizens to provide supporting documents to banks during martial law, namely to withdraw cash from their own accounts and purchase precious metals when moving foreign currency outside Ukraine. Previously, the relevant documents individuals had to provide when moving currency values worth more than EUR 10,000 (equivalent). However, the requirement to declare currency values worth more than EUR 10,000 (equivalent) remains in force (*NBU canceled a certificate... 2022*).

Analyzing the actions of the NBU to regulate the foreign exchange market, it can be noted that the National Bank had a plan to respond quickly to armed aggression and implemented this plan just a few hours after the invasion. Due to the timely reaction of the NBU, the hryvnia devalued quite moderately 16–17% (devaluation against the US dollar was 16%, and 17% – against the euro). The purchasing power of the hryvnia is also provided by a sufficient amount of gold and foreign exchange reserves, which with the beginning of the war even increased by 1.15% or USD 315.6 million. This was primarily due to the National Bank's purchase of foreign currency from banks (near about USD 680 million) and the receipt of funds from the International Bank for Reconstruction and Development (USD 60 million) (*NBU Governor Kyrylo Shevchenko's Flash Interview... 2022*). In replenishing its gold and foreign exchange reserves, Ukraine is counting on financial assistance from governments and central banks of friendly countries, international financial institutions, and IMF loans.

Currently, the only central bank that has decided to help the NBU in the management of gold and foreign exchange reserves is Narodowy Bank Polski, which immediately on the day of the Russian invasion decided to provide a currency swap to NBU for a maximum of PLN 4 billion (equivalent to USD 970 million) (*Komunikat... 2022*).

In general, the exchange rate depends on many factors, which are extremely difficult to predict during the active phase of the war. It is important that the NBU resumes full operation of the foreign exchange market as soon as possible and removes currency restrictions imposed during the war. As soon as market monetary instruments become operational, the NBU will be able to return to smoothing exchange rate fluctuations and stabilizing the market situation in the event of imbalances.

### 3. Delivering liquidity to the economy through domestic channels

According to preliminary estimates of the Ministry of Finance of Ukraine, Ukraine's losses from the war amount to USD 565 billion. Losses from destroyed infrastructure amount to about USD 120 billion. At the same time, according to the NBU, Ukraine's economy loses 50% of "unproduced" GDP during the war, which is UAH 50 billion a day (or USD 1.7 billion), and the daily cost of war is near about USD 7–10 billion (*Kemularia 2022*).

The International Monetary Fund estimates that the country needs about USD 4.8 billion in external financing this year (*Ukraine's economy... 2022*). Under such conditions, the NBU should help finance the spendings of government, which is obliged to ensure the payment of wages and salaries, pensions, social assistance, public debt service and military spending. Thus, another important task facing the NBU during the war is to deliver liquidity to the economy. As of March 1, 2022, the NBU had more than USD 1.1 billion in the Government's single treasury account (*The Ministry of Finance continues... 2022*). Despite hostilities, Ukrainian companies continued to pay taxes and mandatory payments. Thus, in February 2022, the state budget received taxes and mandatory payments 29.3% more than planned (*Monthly Plan... 2022*). In addition, on the first day of the invasion, the NBU transferred part of its undistributed profit in amount of USD 650 million (*The National Bank transferred... 2022*), although it usually does so in April–May after the approval of the consolidated financial statements by the external auditor. Ukraine's largest state-owned bank, Privatbank, has met its budget commitments ahead of schedule, with dividends of USD 957 million, and an advance tax payment of USD 170 million (*Privatbank transferred... 2022*).

The NBU has opened special accounts for Ukrainians and foreigners who want to support the struggle of the Ukrainian people against Russian aggression. In the first two weeks, about USD 390 million was transferred to an account opened by

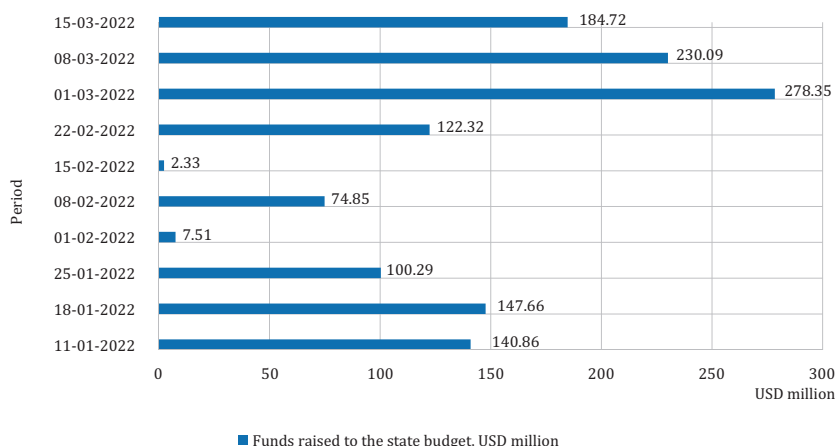
the NBU to support the Armed Forces of Ukraine. Almost a third of these funds came from abroad (USA, UK, Poland, Germany, Sweden, Finland, Czech Republic, China, France, Canada and many other countries). More than USD 8 million was transferred to the account of the Ministry of Social Policy, which the NBU opened for humanitarian purposes. Almost half of these funds came from foreigners (*About UAH 11.6 Billion... 2022*).

The government understands that the state needs huge funds to function during the war. Therefore, on February 25, in order to fill the budget, a decision was made to issue military government bonds for the total amount of UAH 400 billion (USD 13.7 billion). The main parameters of the issue: the nominal value of one bond – UAH 1,000 (approximately USD 34), coupon period – one year, coupon rate – 11% per annum, maturity – up to 15 years. Their placement should be carried out in stages. Investors can be Ukrainian citizens and businesses, as well as foreign investors. They can purchase military bonds through primary dealer banks that are directly involved in the placement of these securities, as well as through other financial institutions.

Among the parameters of the issue, we focus on the announced interest rate. It should be noted that a few days after the start of the war, recognized international rating agencies lowered Ukraine's sovereign credit ratings. At the same time, the announced interest rate was not too high, but on the contrary – reduced. This conclusion is based on the fact that at the last auction on placement of domestic government bonds (DGBs) on February 22, 2022 (before the start of hostilities), government bonds with a maturity of 329 days were offered at an interest rate of 11.57%, and DGBs with a maturity of 1540 days – at 12.52% (*Results of placement... 2022*).

In order to determine whether the announced yield affected the demand for military bonds, we analyze the results of the first auctions held on March 1 and 8, 2022. Data on the website of the Ministry of Finance of Ukraine has shown the significant demand for these government securities. This becomes especially noticeable if we compare their volumes of placement with those DGBs that were offered before the start of hostilities and the demand for which gradually fell (Fig. 2). In total, as a result of the first two auctions, primary dealers bought military bonds worth about USD 700 million. The Government is convinced that there has been significant interest from foreign investors. Therefore, on March 15, military bonds denominated in US dollars were offered. The interest rate offered for them is 3.7%.

**Figure 2. Results of placement of domestic government bonds, period from January 11 to March 15, 2022**



Source: *Results of placement of domestic government bonds*. <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniw> (access: 16.03.2022).

As the Government has never conducted such an extreme placement of DGBs and could not predict the demand for military bonds, the President of Ukraine V. Zelensky in his Decree recommended that the National Bank of Ukraine purchase them on the primary market. However, according to the Law of Ukraine “On the National Bank of Ukraine”, direct lending to the Government by the National Bank is prohibited. Therefore, guided by the norms of the legal regime of martial law, the Verkhovna Rada of Ukraine was forced to make appropriate changes to the legislation and suspended the relevant norms. After that, on March 8, 2022, the NBU Board decided to repurchase military bonds worth almost USD 700 million. In its statement, the NBU emphasizes that: “At the moment, the NBU is not a solo or even main sponsor of the government expenses. Lending to the government is a temporary measure taken by the NBU due to martial law. After the war is over and the economy is back to operating on market-driven principles, the NBU will return to its standard inflation-targeting regime with a floating exchange rate and the ban of financing the government will be reinstated” (*NBU Buys Out War Bonds... 2022*).

#### 4. International financial assistance

International financial organizations and a number of countries around the world responded quickly to provide financial assistance to Ukraine. Cash inflows from abroad have stabilized the situation in Ukraine. For example, the United States has allocated USD 13.6 billion in humanitarian, defense and economic assistance

to Ukraine and Eastern Europe to address refugee issues. Ukraine and US allies will receive USD 6.7 billion in military aid and economic sanctions against Russia (Tarasovsky 2022).

On March 9, 2022, the IMF Executive Board greenlighted USD 1.4 billion in additional financing for Ukraine under an emergency support program known as the Rapid Financing Instrument (RFI). The funds disbursed under the RFI program will help finance priority expenditures of the state budget and shore up Ukraine's balance of payments (*IMF Grants Ukraine...* 2022).

On March 11, 2022, the European Commission provided EUR 300 million in emergency macro-financial assistance to Ukraine. The funds will be provided urgently to help strengthen Ukraine's macroeconomic stability amid Russian aggression. This is the initial part of the first tranche of EUR 600 million under the new emergency program of macro-financial assistance to Ukraine worth EUR 1.2 billion. Another EUR 300 million is expected to be allocated in the nearest future (*EU disburses...* 2022).

The European Investment Bank (EIB) has provided Ukraine with EUR 129 million under the Emergency Measures Program. In the future, the EIB is ready to provide Ukraine with 2 billion euros to strengthen critical infrastructure. In addition, according to the Ministry of Economy of Ukraine, the country has borrowed EUR 311.8 million for economic recovery from the World Bank (Kemularia 2022).

To increase the number of channels for receiving financial assistance, the Government of Ukraine has decided to establish 4 specialized funds: Destroyed Property and Infrastructure Restoration Fund, Economic Recovery and Transformation Fund, Small and Medium Business Support Fund, Debt Management and Redemption Fund. The Government calls on international partners, investors, NGOs, businesses and citizens to provide financial support to Ukraine, thereby helping to restore the stability of the Ukrainian economy and support Ukrainians in the war against Russia.

Ukraine demonstrates relative financial stability and solvency in a state of war due to rapid cash flows from foreign partners. However, with further developments, Ukraine will need a solid financial foundation to rebuild its economy. The Ukraine Solidarity Fund (USF) can be such a foundation. The initiator of such a fund is the European Council. In the short term, the funds of Ukraine Solidarity Fund can be used to finance the needs of public authorities, defense efforts and to finance basic services for the needs of citizens in housing, food and health care. In the long run the Government of Ukraine will direct grant funds to large-scale investments to rebuild the economy. The sources of the fund should be an international donors' conference.

It is extremely important for Ukraine to implement the initiative of Polish deputies to consider at a meeting of the European Council the creation of a pan-European plan for the reconstruction of Ukraine, namely the development of the "Marshall Plan 2" for Ukraine (*Premier Morawiecki...* 2022). The presence of such a document will help rebuild the economy of independent democratic Ukraine in the shortest possible time.

## Conclusions

Analysing the activities of the NBU, we can conclude that in the conditions of military aggression of the Russian Federation, the NBU is taking all the necessary measures to maintain financial stability. The Ukrainian banking system remains stable and liquid even at the time of the martial law. Banks have a cushion of high-quality liquid assets that is sufficient to maintain all cashless payments and retail deposit repayments, even under current difficult conditions. The operation of Ukraine's foreign exchange market has been limited. However, all these measures aim to ensure the reliable and stable functioning of Ukraine's financial system and facilitate the fullest support for activity of the Armed Forces of Ukraine, as well as the smooth operation of critical infrastructure. The activity of the NBU of Ukraine regarding the delivery of liquidity to the economy using both internal and external monetary channels also deserves an approval. Although the NBU is currently subordinate to the Government in financing military expenditures, we hope that in the future the NBU, similar to the Bank of England and the Federal Reserve in wartime, will regain its full independence. We believe that after Ukraine will be freed from Russian invaders, the economy will back to operating on market-driven principles, the NBU will return to its traditional inflation-targeting mode with a floating exchange rate.

## References

*About UAH 11.6 Billion Raised for Army and Humanitarian Needs.* March 12, 2022. <https://bank.gov.ua/en/news/all/na-pidtrimku-armiyi-ta-gumanitarnu-dopomogu-zibrano-blizko-116-mlrd-grn> (access: 15.03.2022) [in English].

Dadashova P., (2022), *Financial defense of the country. How the banking system works during the war.* March 16, 2022. <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/03/16/684104/> (access: 17.03.2022) [in Ukrainian].

Davies P., (2013), *The Federal Reserve's Role During WWI August 1914–November 1918.* November 22, 2013. <https://www.federalreservehistory.org/essays/feds-role-during-wwi> (access: 14.03.2022) [in English].

*EU disburses €300 million in emergency assistance to Ukraine.* March 10, 2022. <https://eu-neighbourseast.eu/news-and-stories/latest-news/eu-disburses-e300-million-in-emergency-assistance-to-ukraine/> (access: 15.03.2022) [in English].

*IMF Grants Ukraine USD 1.4 Billion in Emergency Financing.* March 10, 2022. <https://bank.gov.ua/en/news/all/mvf-vidilyaye-ukrayini-14-mlrd-dol-ssha-ekstrenogo-finansuvannya> (access: 15.03.2022) [in English].

Ivanov O., (2022), *For the sake of financial stability. NBU made life easier for banks* March 8, 2022. <https://biz.nv.ua/ukr/finance/nbu-regulyator-poslabiv-ryad-vimog-dlya-bankiv-na-chas-voyennogo-stanu-ta-rosiyskoji-agresiji-50223211.html> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

Kemularia N., (2022), *Because of the war, Ukraine lost \$ 565 billion: how much has already covered the West*. March 16, 2022. <https://minfin.com.ua/ua/2022/03/16/82174253/> (access: 17.03.2022) [in Ukrainian].

*Komunikat Narodowego Banku Polskiego (2)*. [https://www.nbp.pl/home.aspx?f=%2Faktualnosc%2Fwiadomosci\\_2022%2F24.02-2.html&fbclid=IwAR2huqtKHGzpwHPb3EJckZ-2GPWhl6SWWce4XjQlbU1SZiY8o4c8Pj0vNpoo](https://www.nbp.pl/home.aspx?f=%2Faktualnosc%2Fwiadomosci_2022%2F24.02-2.html&fbclid=IwAR2huqtKHGzpwHPb3EJckZ-2GPWhl6SWWce4XjQlbU1SZiY8o4c8Pj0vNpoo) (access: 16.03.2022) [in Polish].

*Monthly Plan of the State Budget of Ukraine was Executed by 129.3% (+ UAH 23.7 billion)*. March 2, 2022. [https://mof.gov.ua/uk/news/misiachnii\\_rozpis\\_derzhavnogo\\_biudzhetu\\_ukraini\\_vikonano\\_na\\_1293\\_237\\_mlrd\\_grn-3344](https://mof.gov.ua/uk/news/misiachnii_rozpis_derzhavnogo_biudzhetu_ukraini_vikonano_na_1293_237_mlrd_grn-3344) (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*National Bank of Ukraine's liquidity adjustment transactions*. <https://bank.gov.ua/en/statistic/sector-financial/data-sector-financial> (access: 16.03.2022) [in English].

*NBU Buys Out War Bonds for UAH 20 Billion and May Continue Financing Critical Expenses of Government under Martial Law*. March 8, 2022. <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> (access: 15.03.2022) [in English].

*NBU canceled a certificate from the bank for the export of more than 10 thousand euros abroad*. March 4, 2022. [https://news.finance.ua/ua/nbu-dozvolyv-hromadyanam-nenadavaty-pidtverdni-dokumenty-pry-peremishhenni-valutnyh-cinnostey-za-kordon?utm\\_source=telegram&utm\\_medium=social&utm\\_campaign=co\\_vsv&utm\\_content=\\_040322](https://news.finance.ua/ua/nbu-dozvolyv-hromadyanam-nenadavaty-pidtverdni-dokumenty-pry-peremishhenni-valutnyh-cinnostey-za-kordon?utm_source=telegram&utm_medium=social&utm_campaign=co_vsv&utm_content=_040322) (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].

*NBU Governor Kyrylo Shevchenko's Flash Interview on Ukraine's Economic and Financial Conditions and Fight against Russian Aggression*. March 10, 2022. <https://bank.gov.ua/en/news/all/blits-intervyu-golovi-natsionalnogo-banku-kirila-shevchenka-pro-stan-ekonomiki-ta-finansovogo-sektoru-ukrayini-ta-protidiyu-rosiyskiy-agresiyi> (access: 15.03.2022) [in English].

*NBU: no need to export cash hryvnia from Ukraine*. March 12, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/12/683848/> (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].

O'Brien P., Palma N., (2022), *The wartime power of central banks: Lessons from the Napoleonic era*, March 12, 2022. <https://voxeu.org/article/wartime-power-central-banks> (access: 14.03.2022) [in English].

*On Operation of Banking System under Martial Law*, Resolution of Board of the National Bank of Ukraine, 24 February 2022, No. 18. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text> (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].

*Premier Morawiecki: Potrzebny plan odbudowy Ukrainy*. March 19, 2022. <https://www.wnp.pl/parlamentarny/wydarzenia/premier-morawiecki-potrzebny-plan-odbudowy-ukrainy,557181.html> (access: 19.03.2022) [in Polish].

*Privatbank transferred to the state budget 28 billion*. March 5, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/5/683350/> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*Results of placement of domestic government bonds*. <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshenja-ta-rezultati-aukcioniv> (access: 16.03.2022) [in Ukrainian].



Tarasovsky Y., (2022), *Ukraine will receive \$13.6 billion in aid from the United States. Joe Biden signs the bill into law.* March 15, 2022. <https://forbes.ua/news/ukraina-otrimae-vid-ssha-136-mlrd-dzho-bayden-pidpisav-zakon-15032022-4681> (access: 16.03.2022) [in Ukrainian].

*The interbank foreign exchange market is gradually resuming operations – the NBU.* March 13, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/13/683917/> (access: 16.03.2022) [in Ukrainian].

*The Ministry of Finance continues to stably secure the settlement of budgetary payments.* February 28, 2022. [https://mof.gov.ua/uk/news/minfin\\_prodozvhuie\\_stabilno\\_zabezpechuvati\\_zdiisnennia\\_biudzhetnikh\\_rozrakhunkiv-3337](https://mof.gov.ua/uk/news/minfin_prodozvhuie_stabilno_zabezpechuvati_zdiisnennia_biudzhetnikh_rozrakhunkiv-3337) (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*The National Bank of Ukraine imposed a number of temporary restrictions from February 24, 2022 due to the Russian attack and the imposition of martial law.* <https://biz.nv.ua/ukr/finance/viyskoviy-stan-nbu-obmezhev-znyattya-gotivki-novini-ukrajini-50219487.html> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*The National Bank transferred 19 billion to the state budget.* February 25, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/02/25/682784/> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*The NBU has banned foreign exchange transactions with the Russian and Belarusian rubles.* February 25, 2022. [https://minfin.com.ua/ua/2022/02/25/81702438/?utm\\_source=telegram&utm\\_medium=social&utm\\_campaign=mdtrue\\*nbu-zaboroniv-valyutni-operatsi](https://minfin.com.ua/ua/2022/02/25/81702438/?utm_source=telegram&utm_medium=social&utm_campaign=mdtrue*nbu-zaboroniv-valyutni-operatsi) (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*The NBU has taken measures to increase the liquidity of banks.* March 3, 2022. <https://minfin.com.ua/ua/2022/03/03/81991959/> (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].

*The NBU recommends not to take cash hryvnia abroad.* March 9, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/9/683579/?fbclid=IwAR1Kh-KzXzltOyXVmnsjYrq8tyu1g00QymDVdnmEOOWAqh2zeEMCff9PU28> (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].

*The NBU stopped the foreign exchange market, fixed the exchange rate and limited cash withdrawals.* February 24, 2022. <https://biz.nv.ua/ukr/finance/viyskoviy-stan-nbu-obmezhev-znyattya-gotivki-novini-ukrajini-50219487.html> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*Ukraine's economy could fall by at least 10% this year due to the war.* March 14, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/14/684017/> (access: 15.03.2022) [in Ukrainian].

*Ukrainian banks cancel the commission for sellers when paying by card.* March 3, 2022. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/3/683187/> (access: 14.03.2022) [in Ukrainian].



Bogdan Pshik\*  
pshykb1978@ukr.net

Roman Oleynyuk\*\*  
ORCID: 0000-0001-5299-3583  
roman.oleynyuk53@gmail.com

## Sytuacja finansowa na Ukrainie i środki zapewniające jej stabilność w czasie wojny

### Streszczenie

Celem artykułu jest prezentacja sytuacji finansowej Ukrainy w czasie trwającej wojny z Rosją i ukazanie działań podejmowanych przez ukraińskie państwo, aby zapewnić stabilność systemu finansowego w ekstremalnej sytuacji. Przedstawiono decyzje Narodowego Banku Ukrainy, mające na celu ograniczenie inflacji, utrzymanie stabilności narodowej waluty (hrywny) i systemu bankowego. Scharakteryzowano źródła pomocy finansowej dla Ukrainy z uwzględnieniem możliwości wewnętrznych i pomocy międzynarodowej. Ponadto ukazano zadania stojące przed państwem ukraińskim, które pozwolą na jego odbudowę gospodarczą, społeczną i polityczną po zakończeniu zmagania wojennych.

W pracy wykorzystano oficjalne materiały Narodowego Banku Ukrainy, Ministerstwa Finansów, Ministerstwa Polityki Społecznej oraz Państwowej Służby Statystycznej Ukrainy.

**Słowa kluczowe:** system finansowy, stabilność finansowa, instytucje finansowe, rynki finansowe, bank centralny

**JEL:** C23, E52, E58, G01, H30

### Ensuring the Stability of the Financial System in Ukraine During the War

#### Abstract

The aim of this article is to present the financial situation in Ukraine during the on-going war with Russia and present the efforts undertaken by Ukrainian officials to ensure the stability of the financial system in extreme circumstances. The author describes the

---

\* Bogdan Pshik – doktor nauk ekonomicznych, profesor, kierownik Katedry Doradztwa Finansowego i Bankowości, Uniwersytet Bankowości (Ukraina).

\*\* Roman Oleynyuk – doktor, Lvivska Finansowa Akademia (Ukraina).

decisions of Ukraine's National Bank which aim to curb inflation as well as ensure the stability of the national currency (hryvna) and the banking system. Sources of financial help for Ukraine, both internal and international, are also considered. The article also touches upon the challenges facing Ukraine in terms of financial, social and political recovery after the war ends.

The article includes materials of the National Bank of Ukraine, the Ministry of Finance of Ukraine, the The Ministry of Social Policy of Ukraine and the State Statistics Service of Ukraine.

**Key words:** financial system, financial stability, financial institutions, financial markets, central bank

## Wstęp

Od 24 lutego 2022 r. Rosja prowadzi przeciwko Ukrainie pełnowymiarową wojnę agresywną, która wpływa na procesy globalne. Wojska rosyjskie dokonują inwazji siłami lądowymi, morskimi i powietrznymi na terytorium państwa ukraińskiego. Zabijają cywilów w wyniku bombardowań i ostrzału, niszczą kluczową infrastrukturę komunikacyjną, domy mieszkalne, budynki administracji oraz szkoły, przedszkola i szpitale. Mieszkańcy Ukrainy podejmują szereg działań, aby w warunkach systematycznych ataków ze strony agresora, ograniczać straty i wytrwale się bronić.

Według danych ONZ w wyniku rosyjskiej inwazji około 3 mln cywilów uciekło z Ukrainy (w tym – 1,7 mln do Polski) (BBC News Ukraina 2022), a UE szacuje, że liczba ta może osiągnąć 4 mln uchodźców. Według szacunków Ministerstwa Gospodarki bezpośrednie straty (poza stratami produktu krajowego brutto) dla ukraińskiej infrastruktury sięgają już co najmniej 500 mld USD. Na podstawie wyliczeń Narodowego Banku Ukrainy (NBU) w czasie wojny gospodarka Ukrainy traci 50% PKB, co odpowiada tygodniowo kwocie 50 mld hrywien (Stepanûk 2022).

Obecnie większość przedsiębiorstw zajmujących się produkcją, logistyką, importem, eksportem oraz usługami zawiesiło swoją działalność. O ile to możliwe, bez przerwy działają producenci i dystrybutorzy energii, komunikacji, telekomunikacji i mediów. Ogromne wysiłki organizacji pozarządowych i wolontariuszy wspierają bezprecedensową liczbę uciekających uchodźców. Działania te wiążą się z koniecznością poniesienia znacznych kosztów osobowych, materialnych i finansowych. Od rozpoczęcia wojny gospodarka i system finansowy Ukrainy funkcjonują w ekstremalnych warunkach, co wymaga wyjątkowych działań w celu zapewnienia odpowiedniej niezawodności i stabilności systemu ekonomicznego państwa.

## 1. Inflacja

Inflacja na Ukrainie od początku marca 2022 r. wzrosła do 10,7% r/r (z 10% w styczniu 2022 r.). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 1,6%, a inflacja bazowa przyspieszyła do 8,2% (z 7,6% w styczniu 2022 r.) (*Komentar Nacional'nogo Banku...* 2022). Rzeczywista inflacja znacznie przekroczyła prognozowaną trajektorię, ponieważ presja inflacyjna nasiliła się pod koniec lutego br. w obliczu eskalacji zagrożenia militarnego ze strony Rosji.

Ceny żywności i paliw gwałtownie wzrosły z powodu nadmiernego popytu i zakłóceń łańcucha dostaw. Żywność podrożała o 13,8%. Najszybciej wzrosły ceny produktów mlecznych i mięsa – ze względu na wyższe koszty surowców i dostaw. Wartość importowanych produktów drożała na skutek zmian kursu hrywny i problemów z ich dostawą na Ukrainę. W wyniku deprecjacji kursu hrywny nastąpił wzrost cen artykułów gospodarstwa domowego, środków higieny osobistej i leków. Spadła cena samochodów, odzieży i obuwia, co może być spowodowane zmianami priorytetów konsumentów w wyniku sytuacji wojennej.

Z kolei tempo wzrostu kosztów usług utrzymywało się na poziomie ze stycznia 2022 r. (10,5% r/r). Z jednej strony zdrożały usługi publiczne: zakładów gastronomicznych, hoteli, szkolnictwa średniego, salonów fryzjerskich, podróży lotniczych, usług internetowych itp., co było skutkiem wzrostu kosztów produkcji przedsiębiorstw, w tym wzrostu płac, cen żywności i energii. Z drugiej strony podwyższeniu uległy ceny usług finansowych, medycznych, leków (objętych nadzorem państwowym) i koszty usług transportowych na skutek rosnących cen paliw wywołanych wzrostem cen surowców i wzmożonym popytem. Jednocześnie zwiększenie cen regulowanych przez państwo było nadal ograniczane przez stałe taryfy stosowane dla większości mediów. Sytuacja na rynku wynikała przede wszystkim z szybkiego wzrostu cen ropy na świecie i osłabienia kursu hrywny. Co istotne, dzięki państwowej regulacji rynku paliw, wprowadzonej w maju 2021 r., wzrost cen paliw był stosunkowo umiarkowany (cena benzyny A-95 wzrosła z 39 hrn. do 47 hrn. za 1 litr), pomimo deficytu tego surowca w wielu regionach Ukrainy.

Wzrost presji inflacyjnej był częściowo ograniczany przez ustalone stałe taryfy na większość usług mieszkaniowych i komunalnych, a także działania NBU i rządu. Należy podkreślić, że wzrost inflacji podczas wojny jest dowodem na rosnącą presję inflacyjną. Oprócz zakłóceń w logistyce i rosnących kosztów produkcji, wpływ na rosnącą inflację miał również zwiększony popyt ludności, zwłaszcza na produkty z długim terminem przechowywania, oraz dalszy wzrost cen energii na świecie.

## 2. Polityka pieniężna a system bankowy Ukrainy

Od wybuchu wojny z Rosją gospodarka Ukrainy i jej system bankowy funkcjonują w trudnych warunkach, dlatego NBU wprowadził z dniem 24 lutego 2022 r. szereg tymczasowych ograniczeń w celu zapewnienia prawidłowego i stabilnego ich funkcjonowania, a mianowicie (Postanowa Pravlinnâ NBU... 2022):

- zawieszenie działania rynku walutowego Ukrainy, z wyjątkiem operacji sprzedaży walut obcych przez klientów;
- ustalenie oficjalnego kursu walutowego na dzień 24 lutego 2022 r.;
- ograniczenie wypłaty gotówki z konta klienta w wysokości 100 000 UAH dziennie (nie dotyczy wynagrodzeń i świadczeń socjalnych), z wyjątkiem przedsiębiorstw i instytucji zapewniających realizację planów mobilizacyjnych, działań rządu oraz indywidualnych zezwoleń NBU;
- zakaz wydawania środków pieniężnych z rachunków klientów w walutach obcych, z wyjątkiem przedsiębiorstw i instytucji zapewniających realizację planów mobilizacyjnych, rządu oraz niektórych zezwoleń NBU;
- wprowadzenie moratorium na transgraniczne płatności walutowe, z wyjątkiem przedsiębiorstw i instytucji zapewniających realizację planów mobilizacyjnych oraz działań rządu, niektórych zezwoleń NBU;
- wstrzymanie realizacji operacji wydatkowych poprzez obsługę banków na rachunkach mieszkańców państwa, które dokonało zbrojnej agresji na Ukrainę;
- wstrzymanie wydawania pieniądza elektronicznego bankom wydającym pieniądz elektroniczny,
- uzupełnianie portfeli elektronicznych pieniądzem elektronicznym, dystrybucję pieniądza elektronicznego.

Powyzsze dzialania sa niezbedne dla zapewnienia prawidlowego i stabilnego funkcjonowania systemu finansowego państwa ukraińskiego, zapewnienia maksymalnej aktywności Sił Zbrojnych Ukrainy oraz sprawnego dzialania systemu infrastruktury krytycznej.

W warunkach wymuszonego wprowadzenia ograniczeń administracyjnych na Ukrainie, rynkowe instrumenty pieniężne, w szczególności stopa dyskontowa, nie odgrywają istotnej roli w funkcjonowaniu rynku pieniężnego i walutowego. Jednocześnie Narodowy Bank Ukrainy stosuje strategię celu inflacyjnego. W związku ze zbrojną agresją Rosji, NBU odroczył decyzję o ustaleniu wysokości stopy dyskontowej, dzięki czemu pozostanie ona na niezmiennym poziomie 10% (*Nacional'nij Bank Ukraïni vidkladaê... 2022*).

Narodowy Bank Ukrainy zamierza wznowić regularne spotkania dotyczące kwestii monetarnych i podejmowania decyzji w sprawie stopy dyskontowej po normalizacji sytuacji gospodarczej. Obecnie wykorzystuje stopę procentową i inne instrumenty monetarne do kontrolowania oczekiwań inflacyjnych i osiągnięcia celu inflacyjnego, do momentu, gdy sytuacja unormuje się i możliwe będzie określenie skutków politycznych podjętych decyzji monetarnych.

Po wyzwoleniu Ukrainy od rosyjskich najeźdźców, powrocie gospodarki i systemu finansowego do warunków rynkowych oraz wznowieniu kanałów transmisji monetarnej, Narodowy Bank Ukrainy planuje powrócić do tradycyjnego formatu celu inflacyjnego z płynnym kursem walutowym i ustalenia celu inflacyjnego na poziomie 5%.

System bankowy Ukrainy pozostaje stabilny i płynny nawet w stanie wojny. Od początku marca 2022 r. wzrosła wartość środków osób fizycznych na rachunkach największych banków, w związku z otrzymywaniem na koniec miesiąca znaczących wpłat na rachunki klientów, w tym głównie wynagrodzeń. W sumie nastąpił wzrost depozytów gospodarstw domowych o 2,8%, natomiast wartość wkładów walutowych spadła w dolarach tylko o 8,5%, co stanowi niewiele, biorąc pod uwagę liczbę uchodźców, którzy wyjechali za granicę. Fundusze osób prawnych w hrywnach – spadły od początku roku o 14%, w dolarach – tylko o 0,4%, w euro – o 6%, co wynika z oczekiwań otoczenia biznesowego. Zwiększa się również portfel kredytowy banków w hrywnach, zarówno na rynku detalicznym (6,7%), jak i kredytach korporacyjnych (3,0%). Dostępność transakcji bezgotówkowych i elastyczne działanie banków w wielu regionach hamuje odpływ środków finansowych, a wielu pracowników banków przeszło na pracę zdalną (*Bankiv's'ka sistema Ukraini... 2022*).

Ukraińskie banki zapewniają nieprzerwane działanie oddziałów, gdy nie jest to spowodowane zagrożeniem życia i zdrowia, nieograniczone płatności na rzecz rządu, płatności bezgotówkowe i gotówkowe, funkcjonowanie bankomatów oraz dostęp do skrytek.

Banki dysponują zapasem aktywów płynnych, aby zapewnić wszelkie płatności bezgotówkowe i rozliczenia depozytów detalicznych, nawet w obecnych trudnych warunkach. Dodatkową „poduszką bezpieczeństwa” dla banków jest klasyczne refinansowanie kredytu hipotecznego, a także refinansowanie blankietowe wprowadzone przez Narodowy Bank Ukrainy na okres do jednego roku (maksymalna kwota – do 30% depozytów gospodarstw domowych), z możliwością przedłużenia na kolejny rok. Tym samym, od początku działań wojennych do dnia 3 marca 2022 r. z refinansowania *in blanco* skorzystało 29 banków. Łączna kwota zadłużenia banków z tytułu refinansowania *in blanco* (na dzień 3 marca 2022 r.) wynosi 20,2 mld UAH (mniej niż 3% depozytów gospodarstw domowych) (*Stan finansowego sektoru Ukraini... 2022*).

Jednocześnie, w celu dalszego utrzymania odpowiedniego poziomu płynności w systemie bankowym, Zarząd Narodowego Banku zawiesił przetargi na lokaty certyfikatów depozytowych na okres 14 dni; przeprowadził przetargi na refinansowanie banków (w szczególności blankietowych). Uchylił decyzję o zwiększeniu rezerwy obowiązkowej, która została przyjęta na początku lutego 2022 r. Narodowy Bank robi wszystko co możliwe, aby zapewnić ciągłość płatności zarówno bezgotówkowych, jak i gotówkowych oraz utrzymać sprawne funkcjonowanie państwowego systemu bankowego w stanie wojny, m.in. nakłaniając obywateli, operatorów sieci handlowych i stacji benzynowych do preferowania płatności bezgotówkowych.

Narodowy Bank Ukrainy uregulował zasady korzystania z usług w chmurze przez ukraińskie banki. Działania te pozwoliły na zapewnienie stabilnego funkcjonowania systemu bankowego Ukrainy w stanie wojny. Dzięki temu banki mogły świadczyć usługi bankowe, a także przetwarzać transakcje z wykorzystaniem elektronicznych środków płatniczych, w tym kart płatniczych. Było to możliwe dzięki wykorzystaniu usług zawartych w chmurze, świadczonych za pomocą sprzętu znajdującego się w Unii Europejskiej, Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. Ustalono, że takie usługi będą świadczone przez okres wojny oraz przez dwa lata po jej zakończeniu.

Obecny kryzys militarny pokazał, że system bankowy Ukrainy jest zarządzany instytucjonalnie i funkcjonuje w tych anormalnych warunkach, kiedy działania wojenne toczą się niemal w całym kraju.

### 3. Rynek walutowy

Narodowy Bank Ukrainy w dniu 24 lutego 2022 r. podjął niezwłocznie szereg decyzji zapewniających prawidłowe i stabilne funkcjonowanie systemu finansowego w obliczu zbrojnej agresji Federacji Rosyjskiej. Jednym z działań było ustalenie kursu walutowego na dzień 24 lutego 2022 r. i jego zawieszenie. W związku z tym autoryzowane banki otrzymały zakaz handlu walutami obcymi, z wyjątkiem kilku przypadków. Ograniczeniami nie objęto transakcji zakupu walut obcych w celu zakupu z importu – zgodnie z listą zatwierdzoną przez Gabinet Ministrów Ukrainy, a także transakcji walutowych – w celu mobilizacji i podejmowania innych środków bezpieczeństwa narodowego oraz obrony. Ponadto Narodowy Bank Ukrainy wprowadził zakaz transgranicznych płatności w walutach obcych, za wyjątkiem wpłat i wypłat gotówki za pomocą kart płatniczych za granicą.

Jednak ze względu na złagodzenie i doprecyzowanie szeregu ograniczeń, rynek walutowy Ukrainy zaczął działać w szczególnym trybie. Tym samym od 1 marca 2022 r. dozwolone zostały transakcje walutowe pomiędzy bankami z I grupy Klasyfikatora Walut Obcych i Metali Bankowych. W szczególności NBU zezwolił na przeprowadzanie transakcji swap między bankami. Głównym kontrahentem w transakcjach walutowych dla wszystkich banków był i jest Narodowy Bank Ukrainy. W marcu 2022 r. kupował on dolary od eksporterów po stałym kursie 29,2549 UAH/\$ i sprzedawał dolary po stałej stawce 29,5475 UAH/\$ (+ 1% stawki zakupu), w przypadku konieczności zakupu strategicznych produktów z importu – produktów naftowych, paliw, smarów, leków, części radiowych, opon, niektórych artykułów dziecięcych i innych. Ponadto Narodowy Bank Ukrainy przeprowadzał transakcje w euro. Kurs wymiany ustalany był na podstawie kursu krzyżowego euro do dolara na rynku FOREX oraz stałego kursu wymiany dolara.

W połowie marca 2022 r. Narodowy Bank Ukrainy odnotował wznowienie operacji między bankami na rynku walutowym. Coraz więcej umów kupna-sprzedaży wa-

luty bezgotówkowej zawierano między różnymi bankami komercyjnymi, ale wolumen tych transakcji był wciąż niewielki – około 10 mln USD. Taka dynamika stała się ważną podstawą do dalszego dostosowywania mechanizmów rynkowych. Mimo toczącej się na terytorium Ukrainy wojny, Narodowy Bank Ukrainy był zainteresowany jak najaktywniejszym współdziałaniem banków. Kursy walut, po których NBU przeprowadzał z bankami operacje kupna i sprzedaży waluty, mimo ich fikcji, stworzyły pewną przestrzeń, w której mogły działać mechanizmy rynkowe.

Od 14 lutego 2022 r. w niektórych miastach Ukrainy zaobserwowano wahania kursu gotówkowego dolara. Kurs kupna dolara gotówkowego w sieciach kantorów kształtował się na poziomie 32,50–32,70 hrywien (w porównaniu z 32,00–33,00 hrywien w pierwszych dniach wojny), a kurs sprzedaży – na poziomie 36,0–37,50 hrywien (przed wojną odpowiednio 32,00–33,00 hrywien). Jednocześnie w ośrodkach regionalnych położonych w pobliżu granicy z UE (Lwów, Użhorod, Czerniowce) kurs dolara gotówkowego zaczął spadać, tj. wystąpiło dostosowanie do stawek kapitału. Główną tego przyczyną tego był spadek tempa napływu uchodźców za granicę, co spowodowało zmniejszenie popytu na gotówkę.

W marcu 2022 r. zaobserwowano spadek kursu euro w stosunku do dolara amerykańskiego. Zdaniem analityków ta tendencja miała nadal występować. Euro w gotówce było kupowane w stolicy za 33–36 hrywien (przed wojną 35–36 hrywien) i sprzedawane za 36–40 hrywien (przed wojną 41–42 hrywien). Na zachodniej Ukrainie euro było tańsze, ponieważ wzrastała liczba miejscowych obywateli wyjeżdżających za granicę i wypłacających gotówkę z kart w hrywnach (*Valûtnej rînok v umovah vîjni...* 2022).

Obieg waluty przez kantory został prawie zawieszony, a klienci mogli otrzymywać środki ze swoich rachunków walutowych w bankach tylko w UAH. Ponadto obowiązywał dzienny limit wypłat od 30 do 100 tysięcy hrywien.

#### 4. Finanse państwa

W marcu 2022 r. system finansów publicznych na Ukrainie działał sprawnie. Płatności rządu Ukrainy w stanie wojny dokonywane były bez ograniczeń, a rezerwa płynności wystarczała na sfinansowanie wydatków i spłatę zobowiązań. Już w pierwszych dniach rosyjskiej agresji – rząd, Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Ukrainy i agencje rządowe podjęły wszelkie niezbędne działania, aby funkcjonować w tak ekstremalnych warunkach. Służby skarbowe i celne działały prawidłowo. Środki wpływały od podmiotów krajowych i od międzynarodowych partnerów kraju. Dokonywane były wszelkie niezbędne wydatki – przede wszystkim w ramach chronionych świadczeń – emerytur, pensji. Jednak priorytetem polityki finansowej państwa pozostawało wsparcie dla wojska. Wszystkie potrzeby sił zbrojnych Ukrainy były finansowane w pierwszej kolejności i bez żadnych opóźnień.



Wiele ukraińskich firm nadal odprowadzało podatki do budżetu państwa, a niektóre nawet płaciły z góry. Według danych Ministerstwa Finansów Ukrainy w lutym 2022 r. do ogólnego funduszu budżetu państwa trafiło 104,6 mld UAH, co jest równoznaczne z przekroczeniem miesięcznego harmonogramu o 29,3% (kwota 23,7 mld UAH). Przy planowanym deficycie 66,2 mld hrywien w pierwszych dwóch miesiącach 2022 r. nadwyżka środków ogólnych wyniosła 13,1 mld hrywien, a budżet państwowy całej Ukrainy szacowano na 24 mld hrywien.

Dochody z płatności kontrolowanych przez Państwową Służbę Podatkową wyniosły 48,6 mld UAH, a plan wpływów podatkowych został zrealizowany w 110,1% (+4,4 mld UAH). Celnicy zebrali o 2,3% więcej, co w sumie wyniosło 32,5 mld UAH. Ponadto Państwowa Służba Podatkowa odnotowała znaczne przekroczenie wpływów z SSC: fundusze socjalne otrzymały 34 mld hrywien, czyli 4,8 mld hrywien więcej niż oczekiwano (*Stan finansowego sektoru Ukraini...* 2022).

Narodowy Bank Ukrainy w trybie pilnym przekazał do podziału część zysku – w wysokości prawie 19 miliardów hrywien do Budżetu Państwowego Ukrainy na finansowanie funkcjonowania państwa w stanie wojny.

Organizacje międzynarodowe i kraje partnerskie zobowiązały się do przeznaczenia znacznych kwot środków finansowych na wzmocnienie zdolności obronnych Ukrainy, wsparcie jej gospodarki i pomoc humanitarną. Według Narodowego Banku Ukrainy łączne wsparcie międzynarodowe finansowe, techniczne i humanitarne miało wynieść ponad 15 miliardów dolarów, z czego ponad 5 miliardów dolarów – bezpośrednio do budżetu.

Ministerstwo Finansów Ukrainy ogłosiło emisję krajowych i skarbowych obligacji na potrzeby wojska, co umożliwiło pozyskanie znacznych środków do budżetu państwa, co zostanie omówione poniżej.

## 5. Pożyczki zewnętrzne i wewnętrzne

Potrzeby finansowe w czasie wojny są niezwykle wysokie, w związku z tym, rząd Ukrainy dość skutecznie współpracował z partnerami międzynarodowymi. W szczególności uruchomił nowy program współpracy z MFW, w ramach którego Ukraina w marcu 2022 r. otrzymała 1,4 mld USD. Oprócz transzy MFW, ogólny fundusz budżetu Ukrainy otrzymał w okresie 14–21 marca 2022 r. środki od partnerów międzynarodowych w wysokości 711,8 mln euro. Ponadto Ukraina otrzymała 300 mln euro w ramach programu pomocy makrofinansowej Unii Europejskiej, następnie z Banku Światowego przekazano 311,8 mln euro pożyczki na politykę rozwojową „Pożyczka uzupełniająca drugą pożyczkę na politykę żywienia gospodarczego” oraz 100 mln euro z Europejskiego Banku Inwestycyjnego w ramach „Pakietu Solidarności dla Ukrainy”.



Pomoc makrofinansowa UE w wysokości 300 mln EUR stanowiła część pierwszej transzy nowego programu pomocy makrofinansowej o wartości 1,2 mld EUR, który został zatwierdzony przez UE i podpisany przez strony 3 marca 2022 r. Na ostatnią dekadę marca zaplanowano wypłatę 300 mln euro – tak, aby w sumie w ramach nowego programu IFD trafiło na Ukrainę 600 mln euro (*1,4 mld dolar iv SŠA... 2022*).

Bank Światowy zatwierdził alokację pierwszej transzy Programu Polityki Rozwojowej „Pożyczka uzupełniająca drugą pożyczkę na politykę rozwojową w zakresie żywienia gospodarczego” w wysokości ponad 440 mln euro. Europejski Bank Inwestycyjny dokonał pierwszego przelewu w ramach nadzwyczajnych środków solidarności z Ukrainą, zatwierdzonych przez Radę Dyrektorów Banku, w wysokości 668 mln euro. Ponadto wiele krajów partnerskich zapewniło obecnie Ukrainie zarówno pomoc kredytową, jak i dotacyjną. Środki od partnerów międzynarodowych kierowano w szczególności na najpilniejsze finansowanie potrzeb państwa oraz wspieranie stabilności makroekonomicznej.

W związku z rosyjską agresją rząd zdecydował się na etapową emisję obligacji wojskowych. W dniu 1 marca 2022 r. Ministerstwo Finansów Ukrainy uplasowało na pierwszej aukcji obligacje wojskowe o wartości 8,1 mld UAH. Dnia 8 marca 2022 r., na drugiej aukcji emisji krajowych obligacji skarbowych (IGLB), pozyskano do budżetu 6,731 mld UAH, w tym 6,6 mld UAH z emisji obligacji wojskowych. Zaplanowano zaciągnięcie państwowych pożyczek krajowych w wysokości do 400 mld UAH (26% wydatków budżetowych) przez Narodowy Bank Ukrainy. Zgodnie z decyzjami rządu USA, Ukraina otrzymała pomoc w wysokości 13,8 mld USD.

Biorąc pod uwagę konieczność finansowania wojska i przeciwdziałania agresji militarnej Rosji, Narodowy Bank Ukrainy wspierał budżet państwa poprzez skup rządowych papierów wartościowych na rynku pierwotnym. W związku z tym, NBU dnia 8 marca 2022 r. odkupił rządowe obligacje wojskowe za 20 mld hrywien, co stanowi ok. 1,3% łącznej kwoty wydatków budżetu Ukrainy przewidzianych na 2022 r. (*Nacional'nij Bank... 2022*).

Założono, że w stanie wojny NBU będzie finansować jedynie niezbędne wydatki rządu w ograniczonych kwotach. Celem takiego podejścia jest minimalizacja ryzyka wysokiej inflacji i zakłóceń stabilności makrofinansowej oraz szybkie wsparcie odbudowy gospodarki rynkowej i rynków finansowych w okresie powojennym.

Udzielanie pożyczek państwu przez Narodowy Bank Ukrainy stało się środkiem tymczasowym w okresie stanu wojny. Aby umożliwić przeprowadzanie takich operacji między rządem a NBU, Rada Najwyższa Ukrainy dokonała odpowiednich zmian w ustawie. W związku z tym zawieszono tymczasowo (na czas stanu wojny) art. 54 Ustawy Ukrainy o Narodowym Banku Ukrainy, który zabrania NBU pożyczania pieniędzy państwu. Po zakończeniu wojny zostanie przywrócony zakaz finansowania budżetu państwa przez NBU.

## 6. Wsparcie finansowe obywateli i przedsiębiorstw

Wsparcie ze strony Narodowego Banku Ukrainy, udzielane od 24 lutego 2022 r. nie było i nie jest ani jedynym, ani głównym źródłem finansowania wydatków rządowych. Mimo działań wojennych, ukraińskie firmy nadal płaciły podatki, a obywatele przekazywali znaczne sumy na wsparcie wojska.

W związku z rosyjską agresją zbrojną, na Ukrainie utworzono specjalne fundusze do gromadzenia środków na wsparcie i odbudowę ukraińskiej gospodarki. Otrzymane środki finansowe w walucie krajowej i obcej zostaną wykorzystane w zależności od podrodzaju funduszu. Wydzielone na poszczególne cele pieniądze będą finansować: wsparcie armii ukraińskiej (Fundusz Wsparcia Armii), niesienie pomocy humanitarnej ofiarom (Fundusz Humanitarny), odbudowę zniszczonej infrastruktury (Fundusz Odbudowy Mienia i Zniszczonej Infrastruktury) oraz transformację gospodarczą (Fundusz Odbudowy i Transformacji Gospodarczej), wznowienie wsparcia dla małych i średnich przedsiębiorstw (Fundusz Wsparcia dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw) oraz obsługę międzynarodowych zobowiązań finansowych Ukrainy (Fundusz Obsługi Zadłużenia Publicznego i Spłat).

Darczyńcami tych środków mogą być międzynarodowi partnerzy Ukrainy, inwestorzy, organizacje pozarządowe, przedstawiciele biznesu i obywatele – wezwani przez rząd ukraiński do finansowego wsparcia i przywrócenia stabilności ukraińskiej gospodarki oraz pomocy Ukraińcom w wojnie z Rosją.

Znaczące wsparcie finansowe pochodzi z ukraińskiej branży IT, która z powodzeniem przystosowała się do pracy w nowych warunkach, dzięki wcześniej przygotowanym biznesowym planom działania w sytuacjach ekstremalnych. Branża ta jest trzecią co do wielkości pod względem przychodów z eksportu, która nadal działa i wspiera finansowo armię i państwo. Według Stowarzyszenia IT Ukraina, w pierwszych 10 dniach wojny ukraińskie firmy informatyczne zebrały 710 mln hrywien, czyli: 352 mln hrywien na cele humanitarne, 183 mln hrywien z tytułu podatków z góry, 175 mln hrywien na wsparcie wojska (*Ukrains'ki IT... 2022*).

Do obrony Ukrainy dołączyli informatycy z doświadczeniem wojskowym, a ci, którzy jeszcze nie chwycili za broń, podjęli obronę kraju na froncie cybernetycznym, pracując na swoich stanowiskach pracy i zasilając budżet państwa wpływami z podatków. Oprócz pomocy finansowej firmy IT włączyły się w szereg inicjatyw wolontariackich, w tym zbieranie funduszy za granicą, dostarczanie leków, sprzętu służącemu bezpieczeństwu i sprzętu komputerowego do zespołów obronnych, wspieranie lekarzy, tworzenie platform internetowych dla wolontariuszy i wiele innych.

Narodowy Bank Ukrainy otworzył specjalne rachunki, aby wesprzeć potrzeby wojskowe i humanitarne. Do dnia 14 marca 2022 r. na specjalne konto, otwarte przez Narodowy Bank Ukrainy w celu wsparcia Sił Zbrojnych Ukrainy, trafiło ponad 11,6 mld hrywien. Środki finansowe pochodziły od obywateli i firm z Ukrainy, a także ze społeczności międzynarodowej (m.in. ze Stanów Zjednoczonych, Wielkiej

Brytanii, Polski, Niemiec, Szwecji, Finlandii, Czech, Francji, Kanady i wielu innych krajów). Z zagranicy pochodziło prawie 3,4 mld hrywien w walutach obcych. Do 10 marca 2022 r. Narodowy Bank Ukrainy przekazał około 11,5 mld hrywien. Łącznie na Konto Humanitarne wpłynęło 257,6 mln hrywien, którymi administrowało Ministerstwo Polityki Społecznej Ukrainy, z czego prawie połowa (128 mln hrywien) to środki pochodzące z zagranicy (*IT Ukraine...* 2022).

## 7. Świadczenia społeczne

W czasie stanu wojny państwo zapewnia obywatelom otrzymywanie pełnych emerytur i przypisanych państwowych świadczeń socjalnych. Świadczenia otrzymało ponad 13 milionów obywateli. Emerytury za marzec 2022 r. zostały zwaloryzowane o 9–14% od 1 marca 2022 r. Z tym dniem Fundusz Emerytalny Ukrainy dysponując kwotą 9,1 mld hrywien, rozpoczął wypłatę emerytur za marzec 2022 r. Łączna kwota przeznaczona na ten cel wyniosła 24,4 mld hrywien (*Urâdovij potral Ėginij...* 2022). Ministerstwo Polityki Społecznej dało też możliwość otrzymania pieniędzy przez obywateli, którzy musieli opuścić swoje domy. Takie osoby mogą wnioskować o przekierowanie płatności online od krajowego operatora komunikacyjnego Ukrposhta lub o dokonanie płatności przelewem bankowym.

Od marca 2022 r. zwiększono wysokość wypłat świadczeń dla niektórych kategorii ludności. Dotyczy to w szczególności osób niepełnosprawnych i osób nieuprawnionych do pobierania renty. Zwiększono również miesięczny zasiłek na dzieci do 6. roku życia, wychowywanych w rodzinach wielodzietnych. Pomimo stanu wojny, Fundusz Ubezpieczeń Społecznych Ukrainy nadal pracuje nad ciągłą realizacją wszystkich wypłat ubezpieczeń, świadczeń szpitalnych, świadczeń macierzyńskich itp. Na początku marca 2022 r. fundusz ten przekazał: miesięczne składki na ubezpieczenie ofiar wypadków przy pracy i członków ich rodzin – w wysokości 486,73 mln hrywien, składki ubezpieczeniowe na pomoc medyczną i socjalną dla poszkodowanych w pracy – w kwocie 9,35 mln hrywien. Ponadto 195 000 ofiar wypadków przy pracy lub chorób zawodowych, a także członków ich rodzin w przypadku śmierci poszkodowanych, otrzymywało comiesięczne składki ubezpieczeniowe z FSSU (*Fond Social'nogo Strahuvannâ...* 2022).

Ukraińcom, którzy stracili pracę i środki do życia z powodu rosyjskiej agresji, stworzono możliwość otrzymania 6500 hrywien za pośrednictwem programu eSupport. Rozwiązaniem tym objęto obszary o najwyższej intensywności działań wojennych. Zdecydowano, że pomoc mogą otrzymać pracownicy, za których przedsiębiorstwa wypłacały SDR-y, a także osoby prowadzące działalność na własny rachunek, które nie mogą pracować z powodu wojny.

Rząd podjął uchwałę o przyznaniu pomocy finansowej rodzinom ukraińskich żołnierzy, poległym w walce z rosyjskim najeźdźcą. Kwota wypłaty wynosi 15 mln hrywien.

## 8. Rynek ubezpieczeń

W stanie wojny trwa na całej Ukrainie nieprzerwana praca towarzystw ubezpieczeniowych. Według Krajowego Stowarzyszenia Ubezpieczycieli Ukrainy, w marcu 2022 r. istniały wystarczające środki i fundusze na spełnienie istniejących zobowiązań. W przypadku zdarzeń ubezpieczeniowych, które nie są bezpośrednio związane z działaniami wojennymi i ich konsekwencjami, IC jak zwykle pokrywa i zwraca środki. Od wybuchu wojny zaczęły powstawać nowe możliwości zawierania umów i zapewnienia skutecznych kanałów komunikacji w tak trudnych warunkach.

NBU, jako regulator rynku ubezpieczeniowego, zalecił ubezpieczycielom uproszczenie procedury załatwiania spraw związanych z rynkiem ubezpieczeń. W szczególności polecił wykorzystywanie dokumentacji elektronicznej, kopii niezbędnych dokumentów (w przypadku niemożności lub trudności w uzyskaniu oryginalnych dokumentów) lub innych sposobów zdalnego załatwiania spraw ubezpieczeniowych. Takie rozwiązania służą zapewnieniu ochrony ubezpieczeniowej konsumentom w ramach uproszczonej procedury rozliczania przez ubezpieczycieli zdarzeń noszących znamiona ubezpieczenia, dla wszystkich rodzajów ubezpieczeń i wszystkich rodzajów kontrahentów.

Zgodnie z uchwałami Zarządu NBU z 24 lutego 2022 r. № 18 i № 21 rozliczenia w walutach obcych zostały czasowo ograniczone. Narodowy Bank Ukrainy zarekomendował ubezpieczycielom prowadzenie niezbędnej komunikacji z zagranicznymi brokerami i reasekuratorami w celu przedłużenia terminów wypłat reasekuracji na okres do czasu zniesienia ograniczeń w rozliczeniach walutowych. Wezwał też zagranicznych reasekuratorów do wsparcia ukraińskich firm ubezpieczeniowych, w szczególności odroczenia wypłat z zawartych umów reasekuracji oraz dalszego udzielania ochrony reasekuracyjnej, nawet w przypadku wygaśnięcia tych umów.

Ukraińskie towarzystwa ubezpieczeniowe otrzymały zawiadomienia od brokera reasekuracyjnego Lloyd (Wielka Brytania) o czasowym wycofaniu wszystkich opcji ubezpieczenia ryzyka wojskowego w ubezpieczeniach lotniczych, zarówno OC, jak i kadłuba samolotu. Dotyczy to tylko ryzyk wojskowych wynikających z umów odpowiedzialności i ubezpieczeń. Wszystkie inne zagrożenia pozostają objęte gwarancją.

NBU zaplanował, że w czasie wojny nie będzie przeprowadzać kontroli uczestników rynku ubezpieczeń i niebankowych usług finansowych. Ubezpieczyciele nie będą podlegać sankcjom za naruszenie obowiązkowych kryteriów i standardów adekwatności kapitałowej i wypłacalności, płynności, rentowności, jakości aktywów i ryzyka działalności ubezpieczyciela. Podobnie nie będą stosowane środki naruszające obowiązkowe wymogi i standardy finansowe dla spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, poręczycieli finansowych i niebankowych grup przemysłowych, gdyż mimo stanu wojny, niebankowi uczestnicy rynku finansowego są zobowiązani do wywiązywania się ze swoich zobowiązań wobec klientów.

## Zakończenie

Silny, długotrwały opór Ukraińców w wojnie rozpętaną przez Rosję 24 lutego 2022 r. stanowi najprawdopodobniej bardzo istotny element w działaniach mających na celu uniknięcie wojny o większym zasięgu, w tym wojny światowej. Przed Ukrainą stoją dziś priorytetowe zadania – zapewnienie zwycięstwa nad okupantem, uzyskanie zwrotu wszystkich terytoriów, w tym Krymu i Donbasu, a także wzmocnienie bezpieczeństwa obywateli i utrzymanie porządku. W tych ekstremalnych warunkach Ukraina musi się zjednoczyć, wprowadzić swoją gospodarkę na trajektorię rozwoju i jak najszybciej stać się członkiem NATO i UE. Pomimo tego, że na Ukrainie trwa brutalna wojna, jesteśmy przekonani, że już teraz trzeba zacząć pracować nad mechanizmami naprawy gospodarczej, planując działania kilka kroków do przodu.

Po pierwsze, należy dokładnie ocenić zakres strat ekonomicznych i finansowych w infrastrukturze (mosty, drogi, lotniska itp.), produkcji oraz edukacji (szkoły, przedszkola), służbie zdrowia i sektorze mieszkaniowym.

Po drugie, trzeba określić źródła finansowania. Uważamy, że konieczne jest natychmiastowe powołanie Funduszu Odbudowy Gospodarczej Ukrainy przy wsparciu społeczności międzynarodowej, podobnego do Planu Marshalla. Źródłami finansowania Funduszu mogą być bezpośrednie wpłaty z krajów partnerskich, fundusze strukturalne i inwestycyjne UE, finansowanie preferencyjne/bezwrotne z międzynarodowych instytucji finansowych, darczyńcy prywatni – potencjalni inwestorzy strategiczni, a także plasowanie dłużnych papierów wartościowych pod gwarancją wiodącego kraju. Dodatkowym źródłem Funduszu mogą być środki zebrane od państwa-agresora i jego urzędników w celu zrekompensowania strat Ukrainy spowodowanych działaniami wojennymi. Będą to środki finansowe przeznaczone na odbudowę miast, przemysłu i infrastruktury, dotkniętych agresją militarną.

Po trzecie, celowe jest rozszerzenie strefy wolnego handlu Ukrainy z UE. Na szczeblu państwowym należy rozpocząć obniżanie ceł i usuwanie innych barier na drodze towarów ukraińskich na rynki UE (z późniejszym przejściem do reżimu jednolitego rynku z UE). Umożliwi to rozszerzenie rynków zbytu dla ukraińskich producentów, co z kolei będzie stymulować przyjazdy strategicznych inwestorów zagranicznych na Ukrainę, tworzenie nowych i rozbudowę istniejących zakładów produkcyjnych na Ukrainie.

Po czwarte, należy rozszerzyć rządowe programy wsparcia biznesu poprzez dopłaty do oprocentowania kredytów bankowych (na podstawie programu „Affordable Loans 5–7–9%”), a także programy wspierania zatrudnienia i odprowadzania podatków do budżetu.

Po piąte, bardzo wskazana jest efektywna realizacja projektów inwestycyjnych organizacji międzynarodowych. Obecnie portfolio projektów finansowanych przez organizacje międzynarodowe obejmuje ponad 50 projektów infrastrukturalnych,

energetycznych, środowiskowych i innych. Około 7 miliardów dolarów pozostaje niewykorzystanych.

Po szóste, należy podjąć intensyfikację zachęt monetarnych i fiskalnych w stosunku do działalności inwestycyjnej poprzez wprowadzenie ulg podatkowych od zysków kierowanych na inwestycje kapitałowe, wprowadzenie przez bank centralny specjalnych długoterminowych programów refinansowych mających na celu wspieranie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Po siódme, niezbędne będzie wdrożenie reform strukturalnych na Ukrainie, w tym służących wzmocnieniu zdolności instytucji państwowych, praworządności, zapewnieniu poszanowania praw inwestorów i konkurencji rynkowej, zmniejszenie ryzyka korupcji.

Do czasu usunięcia wroga z terytorium Ukrainy, regulacja finansowa gospodarki narodowej musiała i musi być skierowana na zwycięstwo. Takie podejście pozwoli Ukrainie nie tylko przywrócić tradycyjne procesy gospodarcze, ale także osiągnąć długo oczekiwane zmiany jakościowe i z czasem wzmocnić się.

## Bibliografia

*1,4 mlrd dolar iv SŠA ta bil'she 700 mln ěvro vid miŹnarodnih partneriv nadijšli do derŹbŹdŹetu protŹgom tiŹnŹ,* (2022), [https://mof.gov.ua/uk/news/14\\_mlrd\\_dolariv\\_ssha\\_ta\\_bilshe\\_700\\_mln\\_ievro\\_vid\\_mizhnarodnikh\\_partneriv\\_nadiishli\\_do\\_derzhbiudzhetu\\_protiagom\\_tizhnia-3359](https://mof.gov.ua/uk/news/14_mlrd_dolariv_ssha_ta_bilshe_700_mln_ievro_vid_mizhnarodnikh_partneriv_nadiishli_do_derzhbiudzhetu_protiagom_tizhnia-3359) (dostęp: 07.03.2022).

*Bankivs'ka sistema Ukraïni, desŹt' dniv vijni,* (2022), <https://mind.ua/publications/20237142-bankivska-sistema-ukrayini-desyat-dniv-vijni> (dostęp: 05.03.2022).

BBC News Ukraina, (2022), <https://www.bbc.com/ukrainian/features-60649603> (dostęp: 07.03.2022).

*Fond Social'nogo StrahuvannŹ Ukraïni,* (2022), <http://www.fssu.gov.ua/fse/control/main/uk/publish/article/981013> (dostęp: 07.03.2022).

*IT Ukraine Association,* (2022), <https://itukraine.org.ua/ukrainian-it-companies-donated-24.5-million-dollars-during-the-first-10-days-of-the-war.html> (dostęp: 11.03.2022).

*Komentar Nacional'nogo Banku Źodo rivnŹ inflŹcii v lŹtomu 2022 poki,* (2022), <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-v-lyutomu-2022-roku> (dostęp: 11.03.2022).

*Nacional'nij Bank Ukraïni,* (2022), <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vikupiv-viyskovi-obligatsiyi-na-20-mlrd-grn-i-za-neobhidnosti-prodovjit-finansuvati-kritichni-vidatki-uryadu-v-umovah-voyennogo-stanu> (dostęp: 07.03.2022).

*Nacional'nij Bank Ukraïni vidkladaě uhvalennŹ Rinn Źodo oblikovoï stavki,* (2022), <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-vidkladaye-uhvalennya-rishenny-a-schodo-oblikovoyi-stavki> (dostęp: 03.03.2022).

Postanova Pravlinnâ NBU „Pro robotu bankiv's'koï sistemi v period zaprovadžennâ voënnogo stanu” № 18 vid 24.02.2022 r., [https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution\\_24022022\\_18](https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18) (dostęp: 07.03.2022).

*Stan finansovogo sektoru Ukraïni ta zahodi NBU z pidtrimki jogo bezperebijnogo funkcionuvannâ v umovah voënnogo stanu*, (2022), <https://bank.gov.ua/ua/news/all/stan-finansovogo-sektoru-ukrayini-ta-zahodi-nbu-z-pidtrimki-yogo-bezperelijnogo-funktsionuvannya-v-umovah-voyennogo-stanu> (dostęp: 03.03.2022).

Stepanûk Ê., (2022), *Koli zakinčit'sâ vijna: âkî kroki nrobidni dlâ ekonomîčnogo vidnovlennâ Ukraïni pi slâ vijni?*, <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/03/14/683967/> (dostęp: 07.03.2022).

*Ukraïns'ki IT kompanii zibrali u peršî dni vijni 710 mln GRN*, (2022), <https://itukraine.org.ua/ukrainian-it-companies-donated-24.5-million-dollars-during-the-first-10-days-of-the-war.html> (dostęp: 07.03.2022).

*Urâdovij potral Êginij veb-portal organiv vikonavčoi vladiUkraïni*, (2022), <https://www.kmu.gov.ua/news/pfu-na-viplatu-pensij-u-berezni-spryamovano-244-mlrd-grn> (dostęp: 05.03.2022).

*Valûtnij rinok v umovah vijni: den' 17-j*, (2022), <https://kurs.com.ua/ua/novost/812325-valjutnii-rinok-v-uslovijah-voini-den-17-i> (dostęp: 14.03.2022).



Piotr Mielus\*  
ORCID: 0000-0003-0194-5172  
pmielus@sggwaw.pl

# Reakcja rynku finansowego na wybuch wojny rosyjsko-ukraińskiej w porównaniu do reakcji na wybuch pandemii COVID-19 w Europie

## Streszczenie

Artykuł wyjaśnia reakcję poszczególnych segmentów rynku finansowego w Europie na agresję rosyjską na Ukrainę. Omówiono trzy grupy rynków, tj. krajów dotkniętych wojną, wybranych krajów CEE pozostających poza strefą euro i strefy euro, a także trzy grupy instrumentów reprezentujących ryzyko walutowe, kredytowe i płynności. Porównano obecną reakcję rynku z reakcją spowodowaną wybuchem pandemii COVID-19. Oba zdarzenia można klasyfikować jako materializację zjawiska czarnego łabędzia. W przypadku wybuchu wojny takie podejście jest możliwe przyjmując sceptycyzm wobec ostrzeżeń ekspertów czy informacji wywiadów niektórych państw oraz skalę zmian cen instrumentów na rynku finansowym po wystąpieniu zdarzenia. Jest to szczególnie widoczne w nagłym wzroście zmienności oraz zwiększonej korelacji pomiędzy parametrami poszczególnych segmentów rynku finansowego.

**Słowa kluczowe:** rynek finansowy, czarny łabędź, rynki wschodzące, zmienność rynkowa

**JEL:** G12, G15

## Reaction of the financial market: a comparison of the war in Ukraine and the COVID-19 pandemic in Europe

### Abstract

The article explains a reaction of various segments of the financial market on the Russian aggression on Ukraine. Three groups of market segments are described: countries engaged directly in the war, selected European countries outside the euro and the Eurozone. The focus

---

\* Piotr Mielus – Katedra Ekonomii Ilościowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.



is taken on three kinds of instruments representing currency risk, credit risk and liquidity risk. The current market reaction is compared with the one observed after the outbreak of the COVID-19 pandemic. If we assume scepticism about the intelligence warnings, the Russian attack that started on February 24, 2022 can be perceived as a black swan event due to the huge scale of the market reaction. The financial market experienced a volatility rise and an increased correlation between returns recorded on the selected instruments. The aim of this study is the analysis of an influence of the military action on prices recorded on the financial market in a light of a black swan theory.

**Key words:** financial market, black swan, emerging markets, market volatility

## Wprowadzenie

Czarny łabędź to zjawisko, proces lub wydarzenie, które z jednej strony jest nieoczekiwane ze względu na bardzo niskie prawdopodobieństwo wystąpienia, a z drugiej wywołuje potężne skutki (Taleb 2007). Przy pewnych założeniach takim właśnie wydarzeniem była zapoczątkowana w Chinach pandemia COVID-19, która spowodowała ogłoszenie przez WHO w styczniu 2020 r. zagrożenia zdrowia publicznego o znaczeniu międzynarodowym, a dwa miesiące później doprowadziła do lockdownu gospodarek w wielu krajach niemal na całym świecie (Antipova 2020). Pandemia wpływała na życie społeczeństw w kilku falach, jednak tylko pierwsza fala była szokiem mającym istotny wpływ na ceny na rynku finansowym. Zanim zdołano ogłosić koniec pandemii COVID-19, miało miejsce kolejne zdarzenie, które w potężny sposób oddziałuje na sytuację geopolityczną, a także ma i mieć będzie istotny wpływ na gospodarkę, postrzeganie ryzyka i ceny na rynku finansowym, nie tylko w Europie, ale także globalnie. 24 lutego 2022 r. sprawdziły się ostrzeżenia wywiadów kilku państw – wojska rosyjskie zbrojnie przekroczyły granice Ukrainy.

Z jednej strony wydarzenie to było zapowiadane (głównie przez wywiad amerykański) na podstawie analizy koncentracji wojsk Federacji Rosyjskiej na granicy ukraińskiej. Z drugiej zaś strony, po aneksji Krymu przez Rosję w marcu 2014 r. już kilkukrotnie obserwowano tymczasową koncentrację wojsk rosyjskich (pod pretekstem manewrów wojskowych). M.in. dlatego analitycy przewidywali eskalację działań zbrojnych na terenie Ukrainy, do której jednak nie dochodziło. W związku z tym rozpoczęcie konwencjonalnej wojny na dużą skalę było dla większości obserwatorów zaskoczeniem. Zaskoczeniem była również skala oporu wojsk ukraińskich oraz szeroki zakres sankcji nałożonych na Rosję tuż po rozpoczęciu agresji. Suma zaskoczeń i skala wzrostu niepewności powoduje, że można procesy z tym związane określać mianem czarnego łabędzia.

Każde wydarzenie typu czarny łabędź powoduje skokowy wzrost awersji do ryzyka na skutek gwałtownego pogorszenia sentymentu rynkowego. Zmiana sentymentu i awersji do ryzyka zależy od poziomu nieprzewidywalności zdarzenia oraz siły

jego oddziaływania. W przypadku wybuchu wojny rosyjsko-ukraińskiej jej wpływ na rynek finansowy należy uznać za znaczący. Wynika on z kilku przesłanek. Po pierwsze, wojna w kraju sąsiadującym z NATO i Unią Europejską zwiększa ryzyko geopolityczne. Po drugie, kluczowa rola Rosji jako eksportera surowców energetycznych oraz Ukrainy jako eksportera żywności – oznacza spotęgowanie silnej już przed wojną presji inflacyjnej oraz zagrożenie recesją. Pojawia się zatem ryzyko stagflacji, analogiczne do podaźowych szoków naftowych w latach 70. XX wieku. Warto też zwrócić uwagę na stan gospodarki europejskiej w chwili wybuchu wojny. Gospodarkę tę cechowała nierównowaga spowodowana załamaniem w wyniku pandemii COVID-19, a także będąca jej następstwem stymulacja fiskalna i monetarna. Rynek finansowy był więc wrażliwy na kolejne negatywne bodźce, co potęgowało tempo wzrostu poziomu awersji do ryzyka (Liadze et al. 2022). Awersja ta była szczególnie widoczna w krajach dotkniętych bezpośrednio wojną (Rosja, Ukraina) oraz w gospodarkach wschodzących UE spoza strefy euro (Polska, Węgry, Czechy).

Artykuł, na podstawie analizy cen na rynku finansowym i ich zmienności oraz korelacji pomiędzy cenami, dowodzi, że wybuch wojny, podobnie jak pandemia COVID-19, może być traktowany jako zjawisko czarnego łabędzia.

## 1. Rynki i instrumenty finansowe na tle zmian cen złota i cen ropy naftowej

W celu oceny stopnia reakcji rynku finansowego na wystąpienie zjawiska czarnego łabędzia poddano analizie szeregi czasowe z okresu 1.01.2020–15.03.2022. Dane obejmują pełen okres pandemii COVID-19 oraz pierwsze tygodnie wojny w Ukrainie. Zebrano serie danych dotyczące sześciu walut: euro (EUR), polski złoty (PLN), węgierski forint (HUF), czeska korona (CZK), rosyjski rubel (RUB) oraz ukraińska hrywna (UAH). Wykorzystane serie danych dotyczą rynków z płynnym kursem walutowym oraz (poza UAH) z liberalnym prawem dewizowym. Zmienność kursów walutowych i innych parametrów rynkowych jest na tych rynkach w przeważającej mierze kształtowana przez prawa podaży i popytu.

Aby przeanalizować wpływ działań wojennych na zmienność cen na rynku finansowym, zebrano szeregi z różnych segmentów rynku reprezentujących różne rodzaje ryzyka. Ryzyko jest bowiem przedmiotem handlu na rynku finansowym, a instrumenty finansowe są umowami, które generują określone rodzaje ryzyka. Tabela 1 prezentuje dostępność instrumentów dla poszczególnych walut wykorzystanych w badaniu.

Tabela 1. Instrumenty zastosowane w badaniu

Cena	Ryzyko	Instrumenty	Waluty
Kurs spot	Liniowe ryzyko walutowe	FX Spot	EUR/USD, EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK, USD/RUB, USD/UAH
Zmienność ATM dla waniliowej opcji walutowej	Nieliniowe ryzyko walutowe (wariancja)	FX Option (3M ATM)	EUR/USD, EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK
Risk Reversal	Nieliniowe ryzyko walutowe (skośność)	FX Option (3M 25-delta OTM)	EUR/USD, EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK
Butterfly	Nieliniowe ryzyko walutowe (kurtoza)	FX Option (3M 25-delta OTM)	EUR/USD, EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK
Currency Basis Spread	Ryzyko płynności transgranicznej	3M implied FX Swap minus 3M IBOR & 5Y CCBS	EUR/USD, EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK
Asset Swap Spread	Ryzyko kredytowe i ryzyko płynności dla rynku obligacji skarbowych	5Y T-Bond minus 5Y IRS	EUR, PLN, HUF, CZK
Credit Default Swap	Ryzyko niewypłacalności emitenta	5Y CDS	emitenci: Niemcy, Polska, Węgry, Czechy, Rosja, Ukraina

Źródło: opracowanie własne.

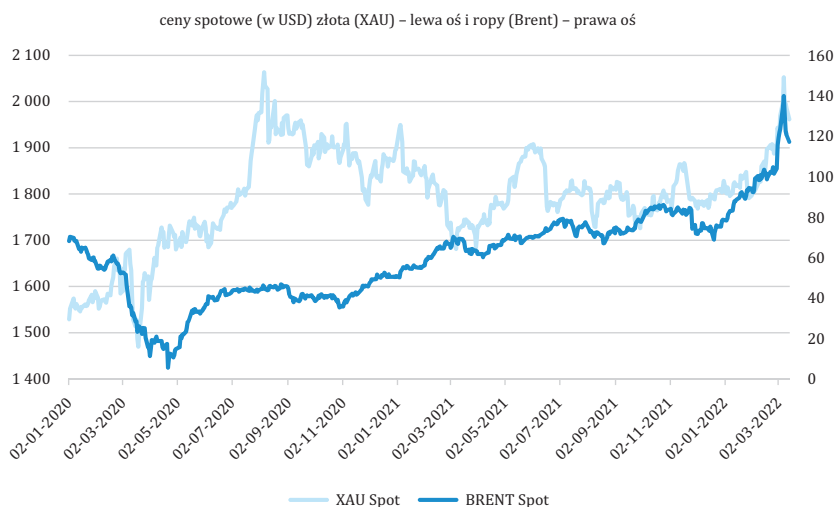
Przed analizą zmienności cen instrumentów finansowych na wybranych geograficznie rynkach, warto przyrzeć się zmianom cen dwóch surowców kluczowych dla stabilności ekonomicznej i wrażliwych na aktualny sentyment rynkowy: złota i ropy naftowej (wykres 1).

Mimo że oba wydarzenia – COVID-19 i agresja na Ukrainę – można traktować jako zjawiska czarnego łabędzia, ceny złota i ropy reagowały w nietożsamy sposób. Zmienność cen obu surowców ilustruje różnice obu kryzysów i wynikające z tego skutki makroekonomiczne.

Pandemia COVID-19 spowodowała silne ograniczenie popytu, zwłaszcza na surowce energetyczne, w związku z administracyjnymi ograniczeniami dotyczącymi mobilności, a także ograniczenia działalności gospodarczej. Pociągnęło to za sobą silny spadek ceny ropy naftowej oraz – w pierwszej fazie pandemii – spadek ceny złota. Złoto taniało, stając się ofiarą własnej wcześniejszej aprecjacji i wysokiej płynności. Inwestorzy sprzedawali złoto w celu uzyskania gotówki niezbędnej na pokrycie strat na innych rynkach (Goldhub 2020). Sukcesywne przywracanie działalności gospodarczej i odbudowa popytu za pomocą środków fiskalnych oraz monetarnych

spowodowało powrót do rosnącego trendu cen na rynku ropy i złota, z tym, że odbicie na tym pierwszym z nich nastąpiło z pewnym opóźnieniem z powodu kolejnych fal pandemii. Ograniczony popyt na ropę w kolejnych etapach rozwoju pandemii współwystępował z szybką aprecjacją złota – jako tzw. bezpiecznej przystani (ang. *safe haven*) m.in. dzięki pakietom gotówkowym w ramach tarcz pomocowych przy nadal utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka.

**Wykres 1. Ceny złota i ropy naftowej w latach 2020–2022**



Źródło: Refinitiv.

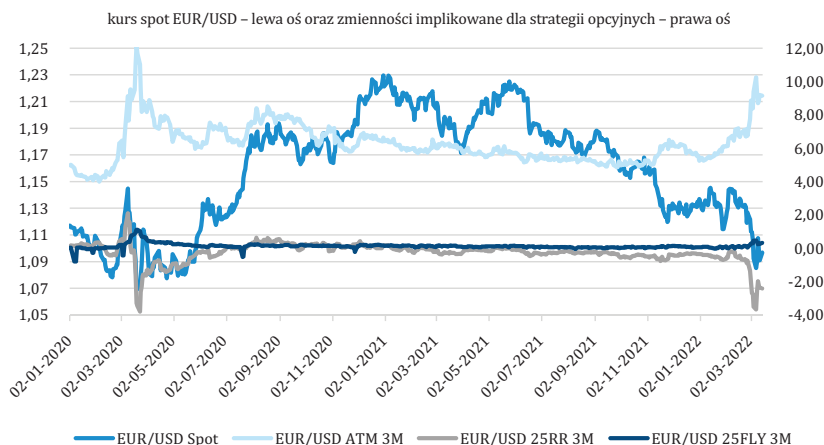
Inwazja Rosji na Ukrainę przyniosła silne wzrosty na obu rynkach. Korelacja pomiędzy zwrotami z inwestycji w złoto lub ropę przekroczyła 70%, co wcześniej rzadko było obserwowane. Złoto aprecjonowało jako bezpieczny środek tezauryzacji w czasie działań wojennych. Ropa z kolei stawała się coraz droższa na skutek ograniczeń w imporcie ropy z Rosji i wcześniejszych wzrostów cen na rynku gazu. Jednocześnie doszło do silnego (35% w dwa dni) spadku ceny praw do emisji dwutlenku węgla. Było to o tyle zaskakujące, że jak dotąd cena praw była silnie skorelowana z cenami energii. Uczestnicy rynku handlu emisjami – podobnie jak dwa lata wcześniej inwestorzy na rynku złota – zamykali pozycje, korzystając z trzykrotnego wzrostu cen w ciągu poprzedniego półrocza oraz mając potrzebę pozyskania środków na pokrycie strat poniesionych na innych rynkach (zwłaszcza ropy i gazu). Dodatkowo oczekiwano spadku popytu na prawa do emisji ze strony przedsiębiorstw, które na skutek działań wojennych i wysokich cen energii ograniczyły produkcję (Abettan et al. 2022).

Uwzględniając syntetycznie scharakteryzowane zjawiska, procesy i wydarzenia w artykule podjęto próbę wyjaśnienia reakcji na wojnę wybranych segmentów rynku finansowego: rynku walutowego, kredytowego i płynności w strefie euro, trzech krajach unijnych spoza strefy euro oraz w państwach będących bezpośrednio stronami konfliktu.

## 2. Analiza zmienności cen na rynku finansowym strefy euro

Strefa euro w czasie pandemii COVID-19 była postrzegana jako stabilna i wybuch wojny nie wpłynął negatywnie na opinię inwestorów. Świadczą o tym m.in. ceny kontraktów CDS dla Niemiec, które na początku marca wzrosły z poziomu 6 bp do 10 bp, co oznacza znacznie mniejszą zmianę niż w pierwszej fali pandemii COVID-19 (maksymalne notowania w marcu 2020 r. wyniosły 18 bp). Niemniej dostrzegano większe ryzyko Eurolandu względem gospodarki amerykańskiej, ze względu na silną zależność tej pierwszej od surowców energetycznych importowanych z Rosji. Wpłynęło to na notowania EUR/USD, które w ciągu pierwszych tygodni wojny spadły o 4%. O wzroście ryzyka deprecjacji euro względem dolara świadczy skok cen opcji walutowych: zmienność ATM wzrosła z poziomu 6% do 10%, risk reversal spadł z poziomu -0,75% o niemal 300 bp, a butterfly z poziomu bliskiego zera powiększył się o 40 bp. Zmienność kursu spot i cen opcji przedstawia wykres 2.

Wykres 2. Rynek walutowy EUR/USD w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

Pomiędzy analizowanymi zmiennymi występuje silna korelacja (tabela 2).

**Tabela 2. Korelacja na rynku EUR/USD w czasie wojny rosyjsko-ukraińskiej**

Wyszczególnienie	dSpot	dATM	dRR	dFLY
dSpot	100%			
dATM	-77%	100%		
dRR	67%	-76%	100%	
dFLY	-59%	72%	-82%	100%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Refinitiv.

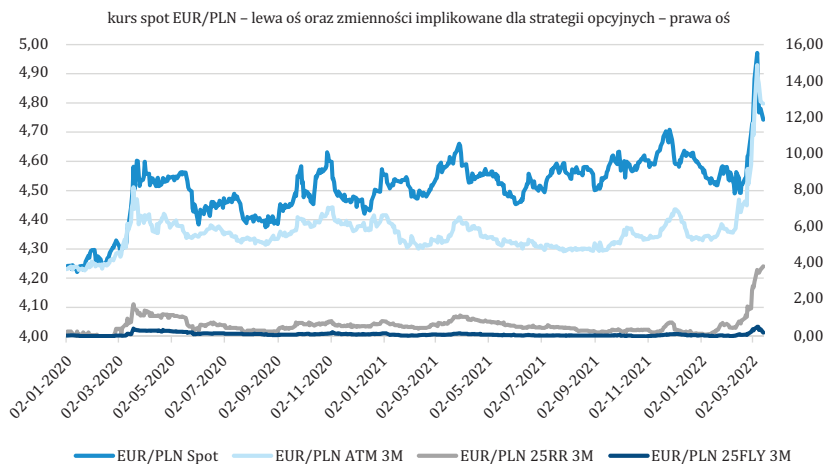
Oslabienie euro względem dolara oznaczało wzrost zmienności i oczekiwanej kurtozy oraz pogłębienie ujemnego znaku skośności, co sugerowało wzrost prawdopodobieństwa dalszej skokowej deprecjacji euro. Trzeba zaznaczyć, że silny wzrost współzależności pomiędzy kursem a zmiennością występuje tylko w sytuacji zaburzeń na rynku finansowym. Jak wykazuje analiza szeregów czasowych, w czasie umiarkowanej zmienności EUR/USD zmiana poziomu kursu nie wpływa na postrzeganie wyższych momentów rozkładu, a rozkład zwrotów na rynku EUR/USD jest bliższy rozkładowi normalnemu. Wybuch wojny zmienił postrzeganie tego rynku, głównie za sprawą wysokiego poziomu zaskoczenia oraz obaw, co do długofalowych konsekwencji konfliktu.

Nagłe i silne zmiany cen strategii opcyjnych oraz wzrost współzależności mogą świadczyć o traktowaniu wydarzeń z lutego 2022 jako symbolicznego czarnego łabędzia.

### 3. Analiza zmienności cen na rynku finansowym CEE

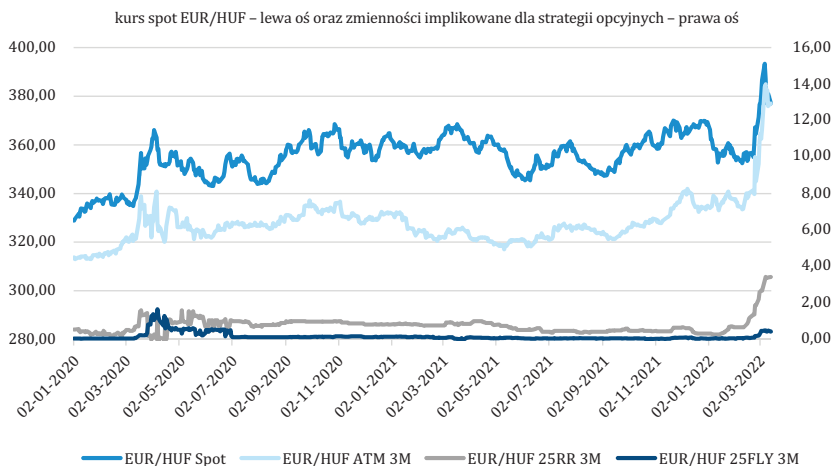
Polska, Węgry i Czechy to silnie skorelowane ze sobą rynki unijne z własną walutą, traktowane jako płynne gospodarki wschodzące, z liberalnym prawem dewizowym od przeszło 20 lat. Wraz z inwazją Rosji na Ukrainę Polska i Węgry stały się krajami frontowymi, poprzez wspólną granicę z Ukrainą. Wpłynęło to na pogorszenie sentymentu dla walut lokalnych na tych rynkach, co obrazują poniższe wykresy.

Wykres 3. Rynek walutowy EUR/PLN w latach 2020–2022



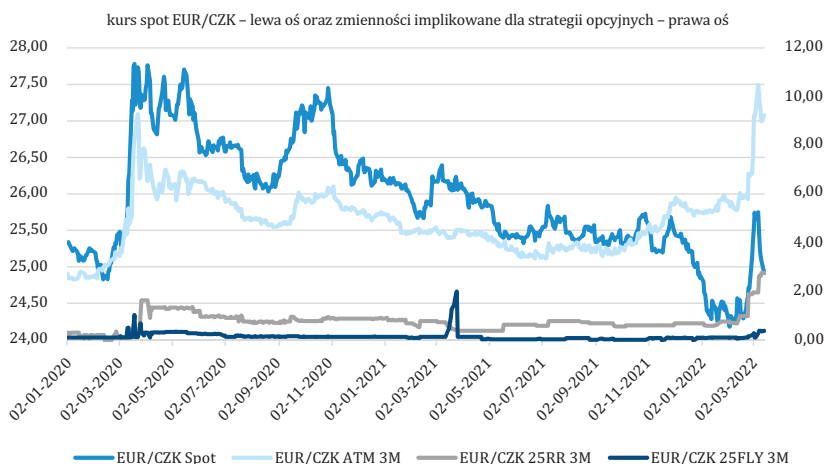
Źródło: Refinitiv.

Wykres 4. Rynek walutowy EUR/HUF w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

Wykres 5. Rynek walutowy EUR/CZK w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

Wykresy ilustrują dwie tendencje. Po pierwsze, wojna roku 2022 miała silniejszy negatywny wpływ na postrzeganie ryzyka niż pierwsza fala COVID-19 (o czym świadczy reakcja zmienności na rynku opcji). Po drugie, ceny opcji walutowych w krajach frontowych zareagowały znacznie mocniej niż w Czechach. Reakcja była obserwowana w dwóch wymiarach. W pierwszym – deprecjacji waluty lokalnej towarzyszył skok cen opcji walutowych oraz wzrost oczekiwanej skośności i kurtozy rozkładu zwrotów. W drugim – wzrosła korelacja pomiędzy cenami instrumentów reprezentujących kolejne momenty centralne rozkładu zwrotów (tabela 3).

Tabela 3. Zmiana cen i korelacja dla walut CEE w czasie wojny rosyjsko-ukraińskiej

Okres 24.02–14.03.2022	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Zmiana kursu walutowego (Spot)	3,6%	4,3%	1,4%
Zmiana zmienności 3M (ATM)	5,6 pp	5,0 pp	3,4 pp
Zmiana 25-delta 3M risk reversal (RR)	2,8 pp	2,1 pp	1,8 pp
Zmiana 25-delta 3M butterfly (FLY)	0,1 pp	0,3 pp	0,3 pp
Korelacja (dSpot, dATM)	63%	70%	52%
Korelacja (dATM, dRR)	81%	86%	8%
Korelacja (dATM, dFLY)	64%	37%	40%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Refinitiv.



Wojna – jako wydarzenie typu czarny łabędź – spowodowała deprecjację aktywów wrażliwych na pogorszenie sentymentu (walut wschodzących), wzrost niepewności (oczekiwanej niestabilności stóp zwrotu), wzrost stopnia nienormalności rozkładu zwrotów i zwiększenie współzależności pomiędzy segmentami rynku, co prezentuje tabela 4.

**Tabela 4. Korelacja Pearsona pomiędzy dziennymi zwrotami kursów walut CEE**

Wyszczególnienie	Pierwsza fala COVID-19			Okres 05.2020–01.2022			Pierwsze 3 tygodnie wojny		
	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
EUR/PLN	1			1			1		
EUR/HUF	56%	1		49%	1		92%	1	
EUR/CZK	71%	62%	1	48%	46%	1	74%	74%	1

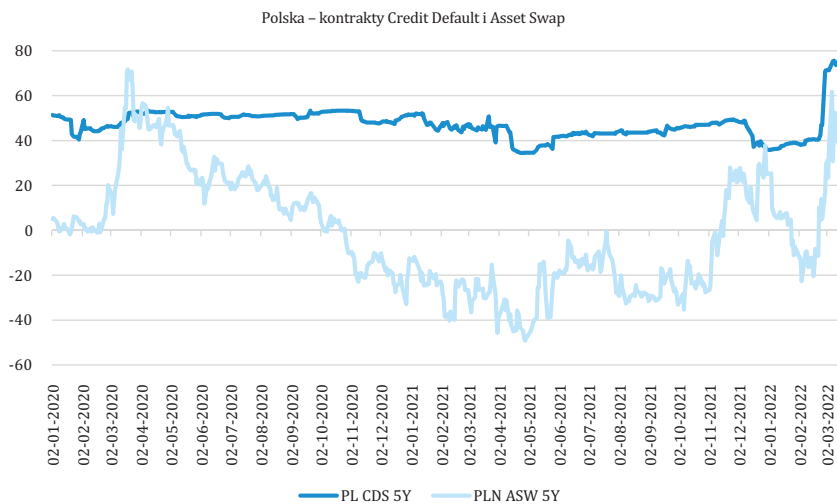
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Refinitiv.

Okresy kryzysowe odznaczają się wysoką korelacją pomiędzy parami walutowymi w omawianym regionie, ale wpływ wojny na współzależność pomiędzy kursami jest wyższy niż w przypadku kryzysu COVID-19. Jak wykazał Smales (2022), korelacje pomiędzy zmianami cen aktywów silnie wzrastają w okresie turbulencji na rynku finansowym. Dzieje się tak dlatego, że efekty zarażania sprzyjają rozprzestrzenianiu się negatywnych szoków, co wzmacnia wzajemne powiązania pomiędzy rynkami.

Zmianom cen na rynku walutowym towarzyszył wzrost ryzyka kredytowego badanych państw, co odzwierciedlają kontrakty CDS (opcja na bankructwo emitenta) oraz tzw. asset swap spread czyli różnica pomiędzy rentownością obligacji a kontraktu IRS o tej samej duracji. Zmiany cen w/w instrumentów dla Polski, Węgier i Czech prezentują wykresy: 6, 7 i 8.

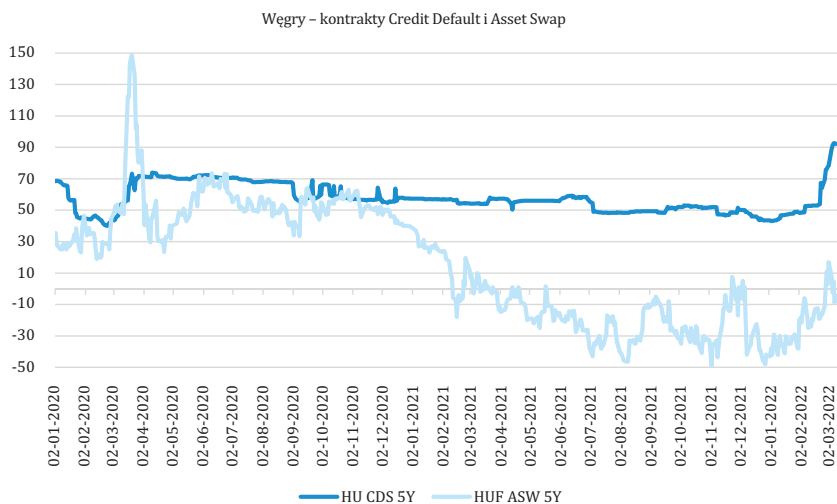
Po 24 lutego 2022 roku cena polskich CDS zwiększyła się o 35 bp, a więc kilkukrotnie więcej niż w marcu 2020 r. Natomiast ASW wzrósł o 80 bp, czyli 10 bp więcej niż w czasie pierwszej fali pandemii. Według tego kryterium w Polsce wpływ wojny w Ukrainie był silniejszy niż pandemii. Dla Węgier wpływ wojny na ceny CDS również był większy niż COVID-19 (40 bp vs 30 bp), natomiast czeskie kontrakty CDS były niewrażliwe na oba kryzysy. Niemniej obligacje emitowane przez Węgry i Czechy uległy silnej przecenie w marcu 2020 r., co po agresji Rosji na Ukrainę miało miejsce jedynie w umiarkowanym stopniu.

Wykres 6. Polskie ryzyko kredytowe w latach 2020–2022



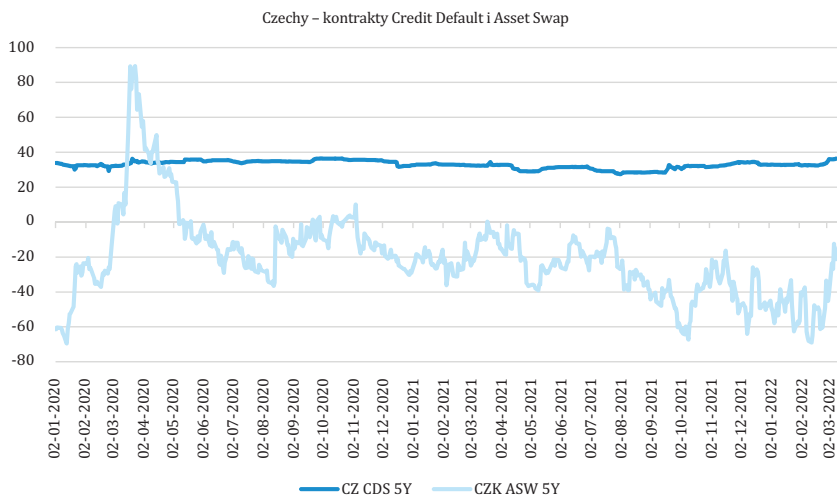
Źródło: Refinitiv.

Wykres 7. Węgierskie ryzyko kredytowe w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

Wykres 8. Czeskie ryzyko kredytowe w latach 2020–2022



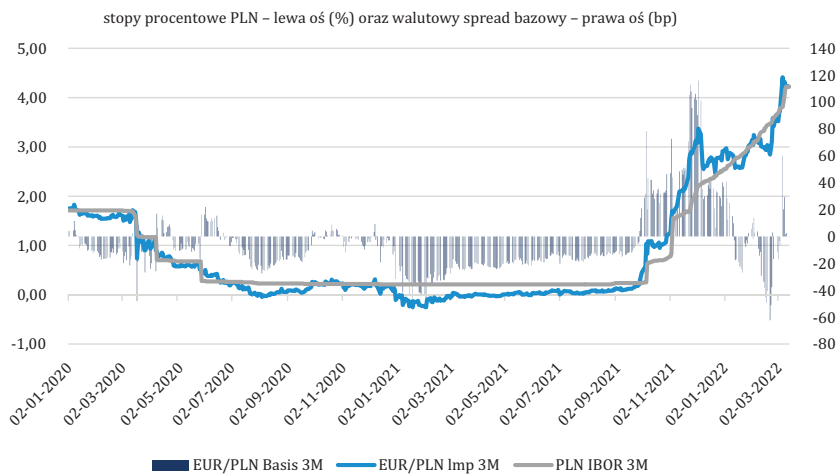
Źródło: Refinitiv.

Zróznicowanie zmian cen analizowanych instrumentów wynika głównie z innego stopnia płynności – kontrakty CDS są niepłynne w porównaniu z obligacjami, a z kolei polski rynek papierów skarbowych jest większy niż rynek węgierski i czeski, dzięki czemu wpływ decyzji nierezydentów na wzrost awersji do ryzyka może być znaczący.

Przepływy na rynku walutowym oraz na rynku długu w małych gospodarkach otwartych z własną walutą i z liberalnym prawem dewizowym są w dużej mierze dokonywane przez nierezydentów. Nierezydenci inwestują w lokalne aktywa za pożyczone lub kupione środki. Pożyczki są realizowane na rynku swapów walutowych (FX Swap oraz CCBS), zakupy zaś dokonywane bezpośrednio na rynku walutowym. Ponadto jedną z form inwestycji jest tzw. carry trade, czyli zakup wysoko rentownej waluty lokalnej finansowany pożyczaniem niżej oprocentowanej waluty obcej. Bilans tych przepływów można obserwować, porównując stopę procentową waluty lokalnej implikowaną ze swapów z lokalnym indeksem rynku pieniężnego.

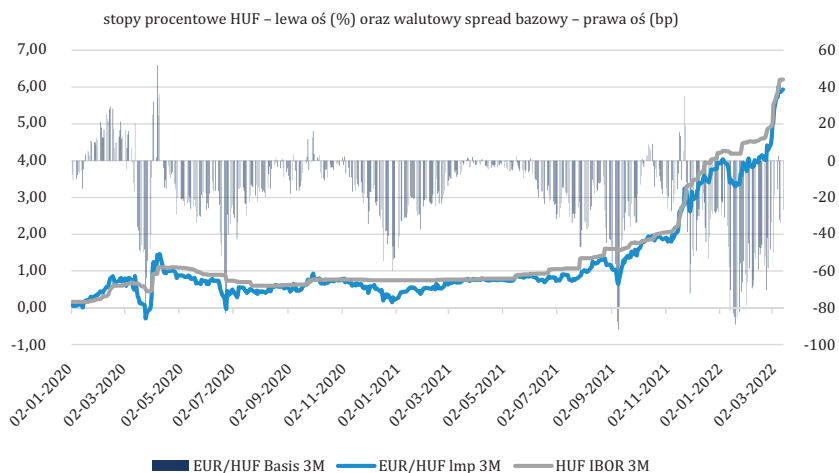
Wykresy: 9, 10 i 11 prezentują stopy implikowane z trzymiesięcznych swapów zamieniających euro na walutę lokalną w porównaniu ze wskaźnikami stopy procentowej: WIBOR w Polsce, BUBOR na Węgrzech i PRIBOR w Czechach. Różnica pomiędzy tymi wartościami to tzw. walutowy spread bazowy (ang. *currency basis spread*).

**Wykres 9. Płynność transgraniczna EUR/PLN w latach 2020–2022**



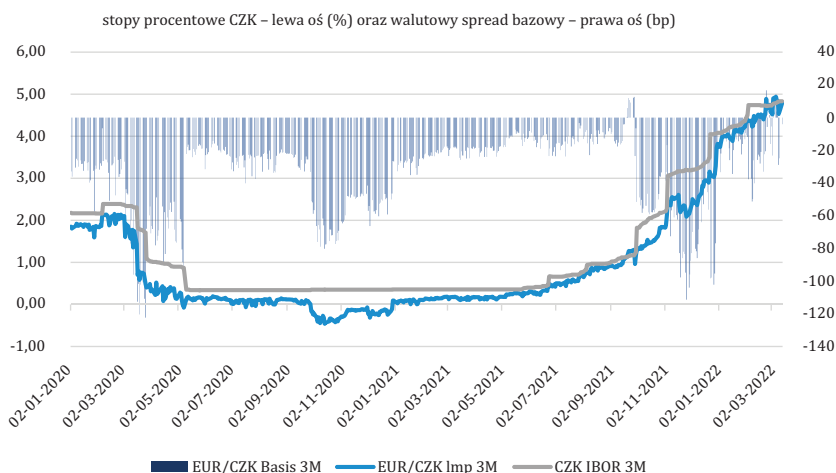
Źródło: obliczenia własne na podstawie Refinitiv.

**Wykres 10. Płynność transgraniczna EUR/HUF w latach 2020–2022**



Źródło: obliczenia własne na podstawie Refinitiv.

Wykres 11. Płynność transgraniczna EUR/CZK w latach 2020–2022



Źródło: obliczenia własne na podstawie Refinitiv.

Dla większości obserwacji walutowy spread bazowy jest lekko ujemny, co oznacza, że oprocentowanie waluty lokalnej jest dla nierezydentów nieco niższe niż indeks. Wynika to z nadwyżki popytu na transakcje carry trade, które polegają na syntetycznym lokowaniu waluty lokalnej, co powoduje spadek jej względnego oprocentowania. Warto zauważyć, że w tym samym czasie walutowy spread bazowy dla kontraktów długoterminowych odczytywany z cen kontraktów CCBS (międzywalutowy swap bazowy) jest dodatni od 2015 r., co wynika ze spadającego znaczenia portfeli frankowych oraz polityki luzowania ilościowego w strefie euro.

Wykresy wskazują, że naturalne przepływy transgraniczne zostały zaburzone na rynku złotego od jesieni 2021 r. Szczególnie widoczne są silne wzrosty spreadu w grudniu 2021 i tuż po wybuchu wojny na Ukrainie. Wynikają one z równoległego osłabienia złotego względem euro oraz wzrostu implikowanej zmienności na tym rynku. Jest to dowodem na to, że rynek FX Swap jest wykorzystywany do spekulacyjnych operacji krótkiej sprzedaży złotego w oczekiwaniu na jego osłabienie.

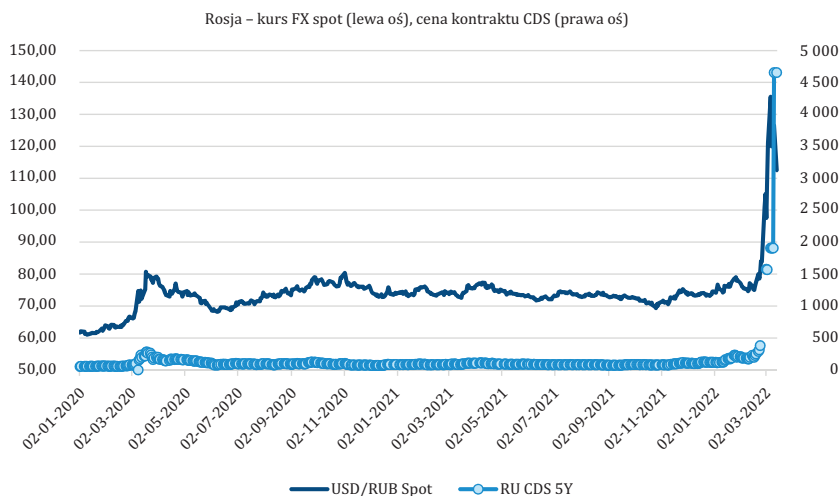
Wybuch wojny rosyjsko-ukraińskiej wpłynął na nagły wzrost współzależności pomiędzy walutowymi spreadami bazowymi dla walut CEE. Korelacja pomiędzy dziennymi zmianami spreadu wzrosła z ok. 10% do 40%. Jak wykazano wcześniej, jest to naturalne zjawisko w czasie wystąpienia nieoczekiwanych zaburzeń na rynku finansowym.

## 4. Analiza zmienności cen na rosyjskim i ukraińskim rynku finansowym

Rynek rosyjski i ukraiński są trudniejsze do analizy ze względu na węższe spektrum instrumentów finansowych oferowanych na tych rynkach oraz niższą płynność na produktach, które są kwotowane. Jedynymi instrumentami, które wykazują wystarczającą płynność są spot walutowy i kontrakty CDS. Należy zwrócić uwagę na nie-liberalne prawo dewizowe na Ukrainie, które ogranicza aktywność nierezydentów i – poprzez zakaz pożyczania hrywny – uniemożliwia atak spekulacyjny na hrywnę. Powoduje to rozwarstwienie rynku na rynek lokalny i rynek „londyński”, z tym że ten ostatni ma limitowaną płynność i ogranicza się do kontraktów typu NDF (*non-deliverable forwards*).

Zmienność cen FX Spot i CDS w Rosji i na Ukrainie w latach 2020–2022 przedstawiają wykresy 12 i 13.

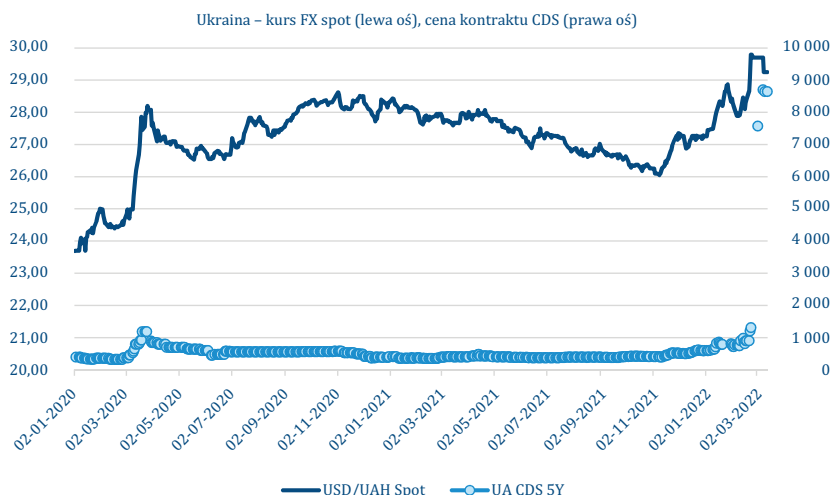
Wykres 12. Rynek rosyjski w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

Na rynku rosyjskim inwazja na Ukrainę miała niezwykle silny wpływ na postrzeganie ryzyka. Skalę tego wpływu widać, porównując go ze zmianami cen po wybuchu pandemii COVID-19, która również była egzogenicznym szokiem dla rynku finansowego. Od 24 lutego do 14 marca 2022 roku rubel osłabił się o niemal 40%, a ceny CDS wzrosły 12-krotnie. Miało to związek z obniżeniem ratingu Rosji do poziomu śmieciowego i zamrożeniem jej rezerw dewizowych w bankach zagranicznych. Rynek rosyjski stracił płynność, a dostęp do niego nierezydentów został gwałtownie

Wykres 13. Rynek ukraiński w latach 2020–2022



Źródło: Refinitiv.

ograniczony. Z kolei na Ukrainie lokalny kurs spot pozostawał względnie stabilny dzięki ograniczeniom wynikającym z prawa dewizowego. Niemniej postrzeganie ryzyka kredytowego Ukrainy zmieniło się diametralnie – ceny CDS od 21 lutego (ogłoszenie uznania niepodległości samowznających republik w Donbasie przez Rosję) wzrosły 10 razy. Na uwagę zasługuje nieciągłość zmian CDS – po kilku dniach braku kwotowań rynek otworzył się na znacznie wyższym poziomie. Skokowa nieciągłość trajektorii cenowej dowodzi, że mieliśmy do czynienia z nadzwyczajnym wydarzeniem zmieniającym reguły gry i skalę postrzeganego ryzyka. Wynika to m.in. z postrzegania zdarzenia wywołującego zmiany cen w kategorii czarnego łabędzia.

## 5. Porównanie zmienności analizowanych kursów walutowych

Aby ocenić skutki zjawiska czarnego łabędzia, należy sprawdzić, jak kształtowała się zmienność rynku w okresie bezpośrednio poprzedzającym negatywne wydarzenie oraz zmienność rynku po wystąpieniu tego zdarzenia. W tym celu podzielono szereg danych na podokresy obejmujące następujące daty:

- okres tuż przed wybuchem pandemii COVID-19 (styczeń–luty 2020);
- okres pierwszej fali COVID-19 (marzec–kwiecień 2020);
- okres względnego spokoju między kryzysem pandemicznym, a rosnącym napięciem w relacjach pomiędzy Rosją a Ukrainą (maj 2020 – grudzień 2021);
- okres tuż przed wybuchem wojny (styczeń–luty 2022);
- pierwsze tygodnie wojny (24.02–14.03.2022).

Tabela 5 zawiera dane o zrealizowanej zmienności (zannualizowane odchylenia standardowe liczone na logarytmicznych przyrostach kursów – SD p.a.) w podziale na pięć wymienionych podokresów dla 6 analizowanych w tekście par walutowych.

**Tabela 5. Zrealizowane zmienności w skali rocznej w podziale na pięć podokresów**

SD p.a.	EUR/USD	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK	USD/RUB	USD/UAH
przed COVID-19	4,8%	4,0%	5,3%	4,3%	11,3%	8,8%
COVID-19	12,2%	11,2%	11,7%	15,5%	36,6%	13,4%
między COVID-19 a WOJNĄ	5,9%	5,8%	6,6%	4,9%	11,4%	4,9%
przed WOJNĄ	6,7%	7,6%	10,1%	6,9%	21,6%	11,5%
WOJNA	12,6%	19,6%	21,6%	12,4%	142,9%	6,5%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Refinitiv.

Oba analizowane kryzysy wygenerowały kilkukrotny wzrost obserwowanej zmienności. Dla czterech badanych walut (poza CZK i UAH) wojna przyniosła wyższy poziom niestabilności kursowej niż pierwsza fala pandemii. Stosunkowo niewielka zmienność kursu EUR/CZK w czasie działań wojennych wynika z tego, że Czechy nie są krajem frontowym. Z kolei bardzo niską zmienność kursu hrywny w trakcie agresji na Ukrainę można wiązać z nieliberalnym prawem dewizowym wykluczającym spekulację ze strony nierezydentów oraz – skutecznymi w tych warunkach – działaniami stabilizacyjnymi ukraińskiego banku centralnego.

Aby oszacować skutki zjawiska czarnego łabędzia, należy wziąć pod uwagę nie tylko skalę niestabilności, ale również stopień nieprzewidywalności zdarzenia (Aven 2013). O tym ostatnim świadczy relacja pomiędzy zmiennością w okresie przed zdarzeniem i po wystąpieniu zdarzenia. Wzmożona zmienność dowodzi pojawieniu się nierównowagi pomiędzy popytem a podażą. Nierównowaga wynika z zaskoczenia uczestników rynku, którzy muszą zrewidować swoje oczekiwania. Rewizja oczekiwań modyfikuje strumień popytowo-podażowy, wpływając na niestabilność cen.

Efektorem podwyższonej zmienności jest kształtowanie wartości danych, których nie można było przewidzieć na bazie przeszłych obserwacji. Oznacza to na przykład, że pojawiają się dzienne zwroty przewyższające kilkukrotnie „standardowe” zmiany cen wynikające z historycznej zmienności. Obserwowane są zwroty znajdujące się w „grubym ogonie” rozkładu zwrotów, który był prognozowany przed niespodziewanym wydarzeniem. Oznacza to, że szacunki ryzyka sprzed zaskakującego wydarzenia były silnie zaniżone. Błąd w ocenie ryzyka jest szczególnie istotny dla wydarzeń klasyfikowanych jako czarne łabędzie.



Tabela 6 prezentuje iloraz pomiędzy maksymalnym zwrotem po wystąpieniu zdarzenia a standardowym zwrotem wynikającym ze zmienności zrealizowanej w okresie tuż przed wystąpieniem zdarzenia – w podziale na analizowane pary walutowe.

**Tabela 6. Relacja pomiędzy oczekiwaną zmiennością a maksymalnym zwrotem po wystąpieniu zdarzenia**

Wyszczególnienie	EUR/USD	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK	USD/RUB	USD/UAH
COVID-19	6,9	8,5	5,3	13,7	12,0	3,3
Wojna	3,8	4,6	4,2	4,2	13,6	2,1

Źródło: kalkulacje własne na podstawie danych Refinitiv.

Z powyższego zestawienia widać, że COVID-19 stanowił silniejszy negatywny impuls niż wojna rosyjsko-ukraińska dla wszystkich analizowanych walut poza rublem. Takie postrzeganie zdarzenia jako czarnego łabędzia dowodzi, że pandemia była większym zaskoczeniem niż wojna. Niewątpliwie okres pomiędzy pierwszymi zakażeniami w Chinach a wybuchem epidemii w poszczególnych krajach w Europie był krótszy niż okres pomiędzy wzrostem napięcia na granicy ukraińskiej a wybuchem konfliktu zbrojnego. Poza tym pandemia COVID-19 była relatywnie nowym zjawiskiem w warunkach zglobalizowanych rynków (pierwszym w takiej skali od epidemii hiszpanki w 1918 r.), a wojna Rosji z Ukrainą trwa w zasadzie od 2014 r. Jedyną walutą, dla której wojna stanowiła większe negatywne zaskoczenie niż pandemia, był rubel. Rynek nie oczekiwał tak ostrych sankcji względem Rosji, wliczając w to odcięcie systemu bankowego od platformy SWIFT, zamrożenie rezerw walutowych oraz masowe wycofywanie przedsiębiorstw zagranicznych z działalności na terenie Rosji (Astrov et al. 2022).

## Podsumowanie

Interpretowanie inwazji Rosji na Ukrainę w kategoriach czarnego łabędzia jest kontrowersyjne, przynajmniej dla tych, którzy traktowali to jako dalszy ciąg inwazji z 2014 r., a także tych, którzy wierzyli w informacje wywiadowcze o przygotowaniu takiej inwazji ze strony Rosji od 2021 r. Dla pozostałych zdarzenie to może mieć symptomy typowe dla zjawiska czarnego łabędzia, a dowodami na to są przynajmniej dwie obserwacje: znaczna siła impulsu wywołana przez zdarzenie oraz wysoki stopień zaskoczenia samym wydarzeniem. W porównaniu z pandemią COVID-19 inwazja Rosji na Ukrainę spowodowała na większości badanych rynków silniejszy wzrost zmienności w skali bezwzględnej przy jednocześnie niższym względnym wzroście (w porównaniu z poziomem zmienności przed materializacją zdarzenia).

Wybuch wojny ma więc ostrzejszy wpływ na rynki finansowe, ale jest mniejszym zaskoczeniem niż wybuch pandemii. Mniejsze zaskoczenie można wiązać z niewielkim, ale istotnie wyższym od zera prawdopodobieństwem wybuchu wojny w świetle danych wywiadowczych. W związku z tym bardziej właściwym określeniem na zdarzenia z 24 lutego jest „szary łabędź” (ang. *grey swan*), który oznacza zjawisko o silnym wpływie i niskiej możliwości zaistnienia, ale które jednocześnie powinno być wzięte pod uwagę jako prawdopodobny scenariusz (Craighead 2011). Dodatkowo pandemia miała zrównoważony i silny wpływ w skali globalnej, a wojna dotyka w większym stopniu państwa zaangażowane bezpośrednio w konflikt zbrojny i tzw. kraje frontowe.

Niskie prawdopodobieństwo wystąpienia określonego zdarzenia wiąże się z niskim prawdopodobieństwem obserwowania jego skutków na rynku finansowym. Prognozowanie czarnego łabędzia jest – z powodów naturalnych – niemożliwe. Jednakże *ex post* można określić, czy dane wydarzenie było rzeczywiście zaskakujące i czy jego skutki były istotne dla społeczeństwa. Jedną z metod określenia tego wpływu jest obserwowanie reakcji rynku finansowego. Rynek finansowy, dzięki ciągłemu procesowi zarządzania ryzykiem i dyskontowania oczekiwań, jest – w swojej istocie – miejscem handlu prawdopodobieństwem. Zmiany cen na rynku finansowym odzwierciedlają więc znaczenie obserwowanych wydarzeń i skalę jego skutków ekonomiczno-społecznych. Dowodzi to wysokiej wartości informacyjnej rynku finansowego.

## Bibliografia

- Abettan S., Hieminga G., Patterson W., (2022), *Carbon prices in the EU crash despite rising fossil fuel prices*, ING Economic and Financial Analysis, March 7.
- Antipova T., (2020), *Coronavirus pandemic as black swan event*, [in:] International Conference on Integrated Science, Springer, 356–366.
- Astrov V., Grieveson R., Kochnev A., Landesmann M., Pindyuk O., (2022), *Possible Russian Invasion of Ukraine, Scenarios for Sanctions, and Likely Economic Impact on Russia, Ukraine, and the EU Policy*.
- Aven T., (2013), *On the meaning of a black swan in a risk context*, *Safety Science*, 57, 44–51.
- Craighead S., (2011), *Stress and Resiliency Testing: Mandelbrotian Grey Swan Scenarios*, Conference Paper, 23 January, <https://www.researchgate.net/publication/268801892>.
- Goldhub, (2020), *Investment Update: Gold prices swing as markets sell off*, March 19, <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-prices-swing-as-markets-sell-off>.
- Korhonen I., (2022), *Economic fallout from the war*, *Bank of Finland Bulletin*.
- Liadze I., Macchiarelli C., Mortimer-Lee P., Juanino P.S., (2022), *The Economic Costs of the Russia-Ukraine Conflict*, NIESR Policy Paper, 32, March 2.

---

Smales L.A., (2022), *Spreading the fear: The central role of CBOE VIX in global stock market uncertainty*, *Global Finance Journal*, 51, 100679.

Taleb N.N., (2007), *Black Swans and the Domains of Statistics*, *The American Statistician*, 61:3, 198–200.

Taylor J.B., Williams J.C., (2009), *A black swan in the money market*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1(1), 58–83.

# Miscellanea

---

DOI: 10.26354/bb.6.1.86.2022

Jan Szambelańczyk\*  
ORCID: 0000-0002-4340-5193  
jan.szambelanczyk@ue.poznan.pl

## O antologii komentarzy eksperckich dotyczących kredytów frankowych

*Posiadacze kapitału będą oddziaływać na klasę robotniczą, aby kupowała coraz więcej drogich dóbr, domów i technologii zmuszając ją do zaciągania coraz więcej drogich kredytów, aż w pewnym momencie długi staną się niemożliwe do spłacenia. Niespłacone długi będą prowadzić do bankructw banków, które trzeba będzie nacjonalizować i państwo wejdzie na drogę, która w końcu doprowadzi do komunizmu.*

Karol Marks, *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie*, Ersten Band, Verlag von Otto Meissner, Hamburg 1867

### Wstęp

Kwestia korzystania z cudzych pieniędzy dla zaspokajania własnych potrzeb od wieków budzi emocje, niekiedy ekstremalne. Alegorycznym tego odzwierciedleniem może być zdanie zaczerpnięte z III Księgi Mojżeszowej w brzmieniu „Nie bierz od niego odsetek ani lichwy, aby Twój brat mógł żyć obok ciebie”, a także stwierdzenie Jakuba z Vitry, że ilość odsetek jakie zgromadzili bankierzy w ciągu życia, odpowiada ilości drewna, które posłuży do ich spalenia w piekle. Jednak od średniowiecza Kościół stopniowo oswajał się z kredytem, rozumiejąc jego znaczenie

---

\* Jan Szambelańczyk – Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

dla rozwoju i godził się na to, że są takie sytuacje, w których pożyczkodawcy należy się rekompensata za ponoszone ryzyko. W końcu czyściec stał się kompromisem między potrzebami religii i gospodarki. W następstwie bankierzy zdobyli szansę na uniknięcie piekła i odkupienie (Baka 1997). Niezależnie od wzrostu znaczenia bankowego pośrednictwa finansowego, w transformacji terminu i ryzyka, dla zaspokajania potrzeb inwestycyjnych czy konsumpcyjnych sekularnie negatywny wizerunek bankierów i banków utrzymuje się także w nowoczesnych społeczeństwach. Tym bardziej, że następcza funkcja pieniądza w gospodarce realnej została poważnie ograniczona, a w pośrednictwie finansowym, na trudną do ogarnięcia przez przeciętnego zjadacza chleba skalę, rozwinął się handel ryzykiem, czego przykładem był globalny kryzys finansowy z pierwszej dekady XXI wieku.

Pewnym ewenementem w nakreślonym wyżej historycznym obrazie praktyki społeczno-ekonomicznej był relatywnie dobry wizerunek banków w Polsce po reformach systemowych zainicjowanych przez Władysława Bakę w 1986 r. (Łukasiewicz 2008), zwłaszcza z punktu widzenia tempa unowocześniania oraz nadgania z opóźnień technologicznych z okresu gospodarki nakazowo-rozdziałowej. Symptomatyczne było także to, że banki w Polsce nie przyczyniły się ani nie poniosły szczególnie odczuwanych konsekwencji globalnego kryzysu finansowego (przynajmniej w porównaniu do USA czy krajów Europy Zachodniej), zapoczątkowanego upadkiem amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 r. Natomiast ten swoisty sukces instytucji kredytowych w Polsce legł u podstaw popularności kredytów mieszkaniowych denominowanych lub indeksowanych do walut obcych, a w szczególności do franka szwajcarskiego (CHF), zwanych z czasem kolokwialnie kredytami frankowymi (i takich kredytobiorców frankowiczami).

Problematyka kredytów frankowych stanowi przedmiot sporu pomiędzy kredytobiorcami oraz bankami w Polsce od kilkunastu lat. Jednak liczba interesariuszy uwikłanych w ten spór jest znacznie większa i obejmuje m.in. polityków, ogniwa sieci bezpieczeństwa, w tym Narodowy Bank Polski (NBP) i Komisję Nadzoru Bankowego (KNF), inne instytucje publiczne jak np. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumenta (UOKiK), a nawet Prezydenta RP. Instytucjonalnie w spór zostały zaangażowane sądy powszechne z polskim Sądem Najwyższym (SN), a nawet Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) na czele. Sprawa jest niebagatelna, bowiem wartość sporu – według szacunków KNF – sięga ca kwoty 234 mld zł.

Przedmiotem sporu jest głównie kwestia abuzywności postanowień w umowach walutowych kredytów mieszkaniowych, a jej źródłem indeksowanie lub denominowanie kredytu w walucie obcej, a głównie we franku szwajcarskim, który w początkach pierwszej dekady XXI w. miał bardzo niski kurs w stosunku do złotego (PLN). Ponadto kredyty frankowe były relatywnie nisko oprocentowane w porównaniu do kredytów złotych. Możliwość skorzystania z takiej okazji motywowała setki tysięcy kredytobiorców do zaciągnięcia zobowiązań w walucie obcej, z długimi terminami spłaty, przy lekceważeniu towarzyszącego temu ryzyka. Próby ograniczania tej praktyki podejmowane m.in. przez niektóre banki, KNF czy Związek

Banków Polskich (ZBP) wywoływały gwałtowną krytykę organizacji konsumenckich, mediów, a także polityków, oskarżających instytucje kredytowe o pozbawianie klientów możliwości korzystnego kredytowania potrzeb mieszkaniowych, a także – co nie bez znaczenia – nawet typowych inwestycji kapitałowych na rynku mieszkaniowym.

Gdy wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. kurs CHF w stosunku do PLN gwałtownie zmienił trend i przybrał tendencję rosnącą, kredytobiorcy, oczekujący ewidentnych korzyści z podpisanych umów kredytowych denominowanych w CHF, znaleźli się w sytuacji, którą wcześniej mniej lub bardziej lekkomyślnie lekceważyli. Nie kwestionując występowania przypadków, w których banki udzielały kredytów osobom nieposiadającym zdolności kredytowej dla kredytów złotych, a także kredytobiorcom, których status wykształcenia nie pozwalał na pełne zrozumienie podejmowanego ryzyka, trzeba z naciskiem podkreślić, że gros klientów w świadomy sposób podjęło ryzyko, nie przejmując się w momencie podpisywania umów ewentualnymi konsekwencjami. Jednocześnie nie sposób pominąć okoliczności, że w ówczesnych warunkach banki w Polsce udzielały kredytów mieszkaniowych w walucie krajowej na relatywnie gorszych warunkach finansowych dla kredytobiorców, którzy w całym okresie „dobrego” kursu CHF/PLN ponosili znacznie wyższe koszty swych decyzji.

Gdy oczekiwane przez frankowiczów korzyści zostały zneutralizowane na skutek zmiany kursu CHF/PLN, a nawet zaczęli oni odczuwać konsekwencje zmateriaлизованego ryzyka kursowego, różne grupy interesariuszy, przy dużym wsparciu mediów i polityków, a w szczególności kancelarii prawnych reprezentujących kredytobiorców frankowych, zaczęły oskarżać banki o nieuczciwe praktyki związane z brakiem odpowiedniego informowania o ryzyku czy posługiwaniu się klauzulami abuzywnymi w treści umów kredytowych, a nawet bezpośrednimi oskarżeniami o typowe oszustwa<sup>1</sup>.

Warto zwrócić uwagę, że ograniczanie problemu sporu frankowiczów z bankami tylko do niekorzystnych dla kredytobiorców zmian kursu CHF/PLN jest poważnym uproszczeniem. Chodzi bowiem także o inne elementy wynikające z umów kredytowych, jak np. podstawa indeksacji, tabele kursowe, spready itp., które wymagają bardzo specjalistycznych kwalifikacji dla zrozumienia i oceny podnoszonych przez strony racji czy argumentów. Nie można też pomijać kontekstu, w jakim następowało kształtowanie wzorców umów kredytowych w początkach XXI w. w Polsce,

---

<sup>1</sup> Fakt, że kredytobiorcy byli o ryzyku walutowym informowani, został też potwierdzony przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w stanowisku dla Izby Cywilnej Sądu Najwyższego: „Co do zasady, konsumenci byli informowani o ryzyku zmiany kursu walutowego i przeciętny konsument, bez wykształcenia ekonomicznego, powinien być świadomy ryzyka wynikającego z niekorzystnej zmiany kursu walutowego”.

łącznie ze znajomością i odpowiednią interpretacją unijnych regulacji dotyczących ochrony konsumenta usług finansowych<sup>2</sup>.

Biorąc pod uwagę dominujący w polskich mediach ton debaty na temat sporu kredytobiorców z bankami, wspierany interesami środowiska prawników reprezentujących frankowiczów, w warunkach poważnie naruszonego wizerunku instytucji kredytowych, zwłaszcza po globalnym kryzysie finansowym zapoczątkowanym bankrutem banku Lehman Brothers, a także nagłaśnianymi wynikami finansowymi banków komercyjnych i dochodami ich kierownictw, warto dogłębnie przyjrzeć się kategoriom, zjawiskom i procesom związanym z funkcjonowaniem kredytów denominowanych lub indeksowanych w walutach obcych, ze szczególnym uwzględnieniem franków szwajcarskich. Nadzwyczajną do tego okazją jest opublikowana właśnie książka *Kredyty frankowe. Antologia komentarzy eksperckich* wydana przez Wydawnictwa Drugie, Warszawa 2022. Jest to pierwsza publikacja tak kompleksowo, wszechstronnie i w pogłębiony sposób analizująca istotę oraz kontekst sporu o kredyty frankowe. Można tu także wymienić wcześniejsze opracowania o podobnym charakterze, jak np. *Raport: Kredyty frankowe. Analiza sytuacji i rekomendacje* oraz *Raport: Kredyty frankowe. Strony sporu i ich argumenty* przygotowane nakładem Fundacji im. Władysława Grabskiego w Warszawie w 2017 r. czy *Stanowisko ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego w sprawie kredytów frankowych* z kwietnia 2021 r.

## Wybrane wydarzenia związane z kredytami indeksowanymi lub denominowanymi w walutach obcych

Syntetyczne omówienie opracowań poświęconych komentarzom eksperckim w sprawie tzw. kredytów frankowych warto poprzedzić syntetycznym zestawieniem wydarzeń dotyczących tej problematyki w latach 2000–2021.

<sup>2</sup> Stanowiska środowisk opiniotwórczych w Polsce – sprzed jesieni 2008 roku – broniły dostępności kredytów walutowych dla klientów. Ówczesny Prezes UOKiK publicznie wyjaśnił, że nie można ograniczać dostępu do kredytów walutowych, a należy tylko informować klientów o ryzyku walutowym, pozostawiając im wybór waluty kredytu. Mało tego, bezpośrednio krytykował nadzór bankowy za próby ograniczania takiego wyboru, bez uwzględnienia intencji wyrażonych w przepisach Dyrektywy 93/13 EWG w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (dalej Dyrektywa 93/13). Zresztą kwestie te nie były ówczesnie rozpatrywane ani w krajowej literaturze ani jednoznacznie implementowane do polskiego ustawodawstwa pro-konsumenckiego; nie były także eksponowane przez organy czy instytucje dedykowane ochronie konsumentów.

**Tabela 1. Kalendarium wydarzeń związanych z kredytami walutowymi w latach 2000–2021**

<b>Okres</b>	<b>Charakterystyka wydarzenia</b>
2000	Pierwsze udzielone kredyty we franku szwajcarskim w Polsce.
2005–2007	Gwałtowny wzrost cen mieszkań niemający uzasadnienia we wzroście wynagrodzeń.
XII 2005	Wystąpienie ZBP do KNB z postulatem zakazu udzielania kredytów walutowych.
III 2006	KNF wprowadza Rekomendację S utrudniającą udzielanie kredytów walutowych z dodatkowymi rozwiązaniami ostrożnościowymi (w tym pisemne oświadczenia klientów o świadomości ponoszonego ryzyka).
VII i VIII 2006	Komunikat KP PiS i wystąpienie Prezesa UOKiK krytykujące utrudnienia w udzielaniu kredytów walutowych, które utrudni obywatelom nabywanie mieszkań.
2008	Szczyt popularności kredytów frankowych (udzielono 162 tys. kredytów na kwotę 56 mld zł, tj. 69% ogólnej wartości nowo udzielonych kredytów).
IX 2008	Upadek banku Lehman Brothers i początek globalnego kryzysu finansowego.
XII 2008	KNF uchwała Rekomendację S II (info o spreadzie walutowym, historycznych kursach walut, ryzyku związanym ze spreadem, jednolite tabele kursów walutowych dla standardowych produktów, możliwość spłaty w walucie indeksacyjnej).
VIII 2011	Ustawa o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw – nazywana ustawą antyspreadową oraz obowiązek określania sposobu wyliczania kursu waluty.
2008–2012	Eskalacja globalnego kryzysu w strefie euro i wzrost kursu CHF.
II 2010	KNF uchwała Rekomendację T zaostrzającą politykę kredytową (max wysokość raty kredytowej do 50% dochodów netto kredytobiorcy i 65% dla „bogatych”).
2010–2012	Stopniowe wycofywanie przez banki oferty kredytów frankowych.
I 2011	KNF uchwała Rekomendację S III (max obsługa zobowiązania kredytobiorcy 42% dochodu netto, zdolność kredytowa badana w okresie 25 lat).
VI 2013	KNF uchwała nowelizację Rekomendacji S (obowiązek wkładu własnego od 5 do 20% oraz waluta zarobków walut kredytu).
I 2015	Bank Narodowy Szwajcarii uwalnia kurs CHF. CHF/PLN osiąga rekordowy poziom.
II 2015	Rejestracja Stowarzyszenia ProFuturis zrzeszającego frankowiczów.
IV 2015	Trybunał Konstytucyjny orzeka o niekonstytucyjności BTE z dniem 1 sierpnia 2016 r.
V 2015	Kandydat na Prezydenta A. Duda spotyka się w Senacie z przedstawicielami ruchu Stop Bankowemu Bezprawiu i obiecuje przewalutowanie kredytów frankowych.



Tabela 1 - cd.

Okres	Charakterystyka wydarzenia
VII 2015	Deklaracje PiS o złożeniu projektu ustawy o pomocy frankowiczom po wyborach.
VII 2015	Projekt PO ustawy o szczególnych zasadach restrukturyzacji walutowych kredytów mieszkaniowych (przewalutowanie kredytów denominowanych w walucie obcej na złotówkowy po bieżącym kursie wymiany z podziałem różnicy po 50% między klienta i bank) plus projekt Ustawy o pomocy kredytobiorcom w trudnej sytuacji.
IX 2015	Rejestracja Stowarzyszenia Stop Bankowemu Bezprawiu.
X 2015	Ruch Kukiz'15 składa w Kancelarii Prezydenta RP projekt Ustawy o pomocy kredytobiorcom frankowym (zrównanie kredytów złotych i indeksowanych w walutach a koszty pokryją banki).
X 2015	Ustawa o pomocy frankowiczom z bankowego Funduszu Wsparcia Kredytobiorców.
IV 2016	Protesty frankowiczów przed NBP i Pałacem Prezydenckim i zapowiedź J. Kaczyńskiego definitywnego rozwiązania problemu kredytów frankowych, CBOS publikuje wyniki badania (56% respondentów uważa że nie potrzeba pomocy dla frankowiczów a 35% było za przepisami neutralizującymi wzrost kursu CHF/PLN).
IV 2016	Sąd Rejonowy dla W-wy Śródmieście wydał w I instancji wyrok korzystny dla kredytobiorcy odwołujący się do klauzul abuzywnych i uznający kredyt za złotowy do spłaty wg stawki LIBOR + marża.
VI 2016	Rzecznik finansowy publikuje klauzule niedozwolone w umowach kredytów walutowych.
X 2019	TSUE orzekł, że wszystkie umowy na polskie kredyty we frankach mogą zostać unieważnione, jeżeli zawarto w nich nieuczciwe klauzule.
2021	Sąd Rejonowy dla Warszawy-Śródmieścia w W-wie skierował do TSUE pytanie m.in. o prawo banków i kredytobiorców do wynagrodzenia za korzystanie z nieuczciwie przekazanych środków pieniężnych w związku z nieważnością umowy.
XI 2021	TSUE orzekł, że postanowienia dotyczące indeksacji zamieszczone w umowie kredytu muszą określać zrozumiałą i obiektywną metodę ustalania kursu waluty po to, aby na jej podstawie konsument mógł samodzielnie określić kurs waluty obowiązujący danego dnia.
XI 2021	TSUE orzekł, że art.5 i 6 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że stoją na przeszkodzie temu, by sąd krajowy, który stwierdził nieuczciwy charakter warunku umowy zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem w rozumieniu art. 3 ust. 1, dokonał wykładni tego warunku w celu złagodzenia jego nieuczciwego charakteru, nawet jeśli taka wykładnia odpowiadałaby wspólnej woli stron.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Raport: Kredyty frankowe. Strony sporu i ich argumenty*, Fundacja im. Władysława Grabskiego w Warszawie, Warszawa 2017 oraz kwerendy źródeł internetowych.

Przegląd kalendarium wybranych wydarzeń związanych z kredytami walutowymi wskazuje, że następowała zmiana w nastawieniu różnych podmiotów w kwestii zasadności i reguł udzielania tych kredytów. Na szczególne podkreślenie zasługuje stanowisko części polityków, a także UOKiK, sympatyzujące z możliwością zaciągania kredytów walutowych a następnie pomocy frankowiczom, w sytuacji gwałtownego wzrostu kursy wymiennego CHF/PLN, przy zdecydowanie bardziej sceptycznej postawie ogniw sieci bezpieczeństwa w tej kwestii, a zwłaszcza pomocy dla klientów na koszt banków, co mogłoby doprowadzić do destabilizacji krajowego sektora bankowego. Z drugiej zaś strony na uwagę zasługuje konsekwentne stanowisko TSUE w kwestii ochrony praw konsumenta, abstrahujące w zasadzie od konsekwencji makroekonomicznych czy sektorowych zrealizowania pozwów kredytobiorców. Charakterystyczne przy tym jest, że środowisko kancelarii prawnych w Polsce upatruje w prymacie prawa nad ekonomią nie tylko obrony klientów banków, ale także własnego interesu, bez uwzględniania pośrednich i długoterminowych konsekwencji destabilizacji sytuacji finansowej banków, a co niemniej istotne, także innych klientów banków, którzy z kredytów frankowych nie korzystali, nie wspominając już o konsekwencjach fiskalnych.

## Syntetyczna charakterystyka komentarzy eksperckich o kredytach frankowych<sup>3</sup>

Omawiana publikacja *Kredyty frankowe. Antologia komentarzy eksperckich* składa się z 20 opracowań 16 autorów, którzy napisali od jednego do pięciu tekstów w różnych konfiguracjach personalnych. Grono autorów to zarówno pracownicy naukowo-dydaktyczni uczelni ze statusem doktora habilitowanego lub doktora, jeden counsel, adwokaci i radcy prawni z prestiżowych kancelarii krajowych i oddziałów zagranicznych oraz aplikant adwokacki, wreszcie ekonomista z Forum Obywatelskiego Rozwoju. Część autorów ma za sobą wieloletni staż bankowy, w tym na najwyższych stanowiskach kierowniczych, a nawet w kierownictwie resortu finansów, inni legitymują się bogatą praktyką arbitrażową lub sądową, mają też w dorobku liczące się publikacje profesjonalne z różnych specjalności prawniczych, w tym głównie z obszaru finansów, a zwłaszcza bankowości. CV-s autorów same w sobie stanowią solidne przesłanki dla wysokiej jakości przygotowanych opracowań.

Opracowanie otwiera interesujący wstęp autorstwa Marcina Zielińskiego, który w szerokiej perspektywie systemowej naświetla istotę, tło i uwarunkowania sporu frankowiczów z bankami w kontekście umów kredytowych denominowanych lub indeksowanych w walutach obcych. Ogląd argumentacji przywołanej w tej części jednoznacznie wskazuje na krytyczny stosunek Autora do postulatów czy żądań frankowiczów na tle analizy ich zachowań w kontekście racjonalności ekonomicznej. M. Zieliński krytycznie, z elementami sarkazmu, odnosi się także do tej części

<sup>3</sup> Opublikowane w omawianym zbiorze komentarze eksperckie były wcześniej publikowane w prasie specjalistycznej, o czym informują przypisy przy tytułach poszczególnych opracowań w książce.

środowiska prawniczego, która pod szyldem ochrony interesu konsumenta wyrażnie kreuje własne interesy. Można też dostrzec krytyczny stosunek do absolutyzowania prymatu przepisów prawa nad prawami ekonomii, a zwłaszcza cenności dobra wspólnego jaką jest stabilność makroekonomiczna czy zbiorowa odpowiedzialność polskich podatników za korzyści dla frankowiczów.

Autorem pierwszego w zbiorze komentarza eksperckiego jest dr Tomasz Spyra, który akcentuje, iż wyrok TSUE w sprawie żądania unieważnienia umowy kredytu w CHF warto poddać pogłębionej analizie gdyż nie zawiera przełomowych tez. Rozważania Autora dotyczą wyroku TSUE z 3 października 2019 r. w sprawie C-260/18, *Dziubak* na tle fali komentarzy medialnych zachęcających kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt w walucie obcej lub do waluty obcej indeksowany, i nie wszczęli jeszcze procesu sądowego przeciwko bankowi, do zainicjowania takich działań. T. Spyra przestrzega, po pierwsze, że wyrok TSUE nie musi oznaczać we wszystkich przypadkach korzystnych wyroków dla kredytobiorców w sporach sądowych, uzasadniając merytorycznie tę opinię, a ponadto zwraca uwagę, że nawet po prawomocnym unieważnieniu umowy kredytowej konieczny może być kolejny proces, zapewne jeszcze bardziej skomplikowany i długotrwały, w ramach którego dojdzie do pełnych rozliczeń pomiędzy stronami. Pośredni przekaz tego komentarza to porada dla kredytobiorców, że droga sporu sądowego to nie jedyny sposób na rozwiązanie powstałych problemów.

Autorem drugiego komentarza jest Wojciech Kapica. Podejmuje on problem stosowania stawki LIBOR do wiarytelności wyrażonych w złotych polskich w perspektywie zgodności takiego rozwiązania z prawem unijnym, a także kwestii manipulacji LIBOR-em, nieodzwierciedlających przez ten wskaźnik realiów rynkowych. W. Kapica, analizując motyw BMR podnosi, że dokładność i wiarygodność wskaźnika referencyjnego przy pomiarze realiów gospodarczych zależy od zastosowanej metody i danych wejściowych, co wymaga przejrzystej metody, która zapewni wiarygodność i dokładność wskaźnika referencyjnego. Jednak to nie oznacza publikacji wzoru stosowanego do wyznaczania danego wskaźnika, lecz raczej ujawnianie elementów wystarczających do tego, aby zainteresowane podmioty mogły zrozumieć, w jaki sposób otrzymano wskaźnik referencyjny oraz dokonać oceny jego reprezentatywności, adekwatności i przydatności dla założonego celu. Na tle gruntownej analizy rozporządzenia UE nr 596/2014 (BMR) oraz posiłkując się m.in. wyrokiem Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 20 grudnia 2019 r. (sygn. akt XXV C 1597/17), Autor dochodzi do wniosku, iż umowa kredytu hipotecznego w PLN oprocentowana według wskaźnika LIBOR jest sprzeczna z BMR, gdyż w zestawie walut, dla których obliczany jest LIBOR, nie występuje złoty polski (PLN). Tym samym stosowanie wskaźnika niewpisanego do rejestru prowadzonego na podstawie art. 36 rozporządzenia BMR jest zabronione. Stąd też pozytywnie ocenia, że Sąd Najwyższy w Warszawie również dostrzegł, iż łączenie złotówki ze wskaźnikiem dla niej niewłaściwym jest błędne.

Kolejny komentarz ekspercki, autorstwa Tomasza Spyry, traktuje o wątpliwościach wokół wyroku SN dotyczącego klauzul abuzywnych w umowach o kredyt frankowy.

A w szczególności kwestii momentu (tzn. według jakiego stanu faktycznego i prawnego; moment orzekania vs moment zawarcia umowy) sąd powinien oceniać, czy umowa pozbawiona zakwestionowanych klauzul abuzywnych może dalej obowiązywać. Według Autora powinien to być moment orzekania. Skoro bowiem w momencie orzekania obowiązuje art. 69 ust. 3 Prawa bankowego, który znajduje bez wątpienia zastosowanie do umów zawartych przed jego wejściem w życie, to jasnym jest, że zastosowanie tabel kursowych jest zbędne dla wykonywania umowy. Może ona być wykonywana poprzez spłatę rat w walucie obcej. Według T. Spyry abuzywność klauzul rodzi skutki wsteczne, gdyż wyeliminowanie klauzul przeliczeniowych z umowy oznacza, że kredyt należy przeliczyć ponownie (narzuca się tu kurs średni NBP, natomiast nie można wykluczyć zastosowania innego kursu – nie ma tu żadnych ograniczeń, gdyż nie chodzi tu o zastąpienie klauzul abuzywnych dyspozytywnymi przepisami prawa – takie zastąpienie wchodziłoby ewentualnie w grę dopiero po negatywnym teście możliwości dalszego obowiązywania umowy). M.in. dlatego należy ponownie ustalić saldo kredytu. Są to jednak czynności techniczne, wykonywane również w innych sytuacjach (np. w razie błędu rachunkowego). Autor stwierdza, że abuzywność rodzi roszczenia finansowe od chwili zawarcia umowy, choć sam fakt wstecznego skutku ustalenia abuzywności nie prowadzi do wniosku, że oceny dalszej możliwości wykonywania umowy należy dokonywać na moment zawarcia umowy. W komentarzu podejmowane są także kwestie błędnej interpretacji wyroków TSUE w sprawie C-26/13 *Kásler i Káslerné Rábai* i późniejszych orzeczeń jako doprecyzowania czy zmiany wcześniejszego stanowiska z uwzględnieniem dwóch typów klauzul (ryzyka walutowego i spreadowe). Biorąc pod uwagę własne refleksje na tle orzeczeń sądów, Autor postuluje kontynuację dyskusji prawnej kwestii abuzywności w umowach kredytów walutowych, bowiem „znajduje się wciąż jeszcze na stosunkowo „wczesnym etapie i nadal stanowi intelektualne wyzwanie”.

W czwartym z kolei komentarzu Paweł Litwiński i Marcin Łoś odnoszą się do „przełomowego” wyroku Sądu Najwyższego w Warszawie z dnia 11 grudnia 2019 roku, w którym SN podjął próbę kompleksowego przedstawienia skutków abuzywności klauzul indeksacyjnych zawartych w umowach kredytowych, a przede wszystkim stwierdził w sposób jednoznaczny, że nie jest możliwe utrzymanie umowy kredytu w mocy bez kwestionowanych klauzul indeksacyjnych i traktowanie kredytu jako udzielonego w walucie PLN, ale oprocentowanego wg stawki LIBOR. Tym samym „odfrankowanie” kredytu indeksowanego do waluty CHF zostało po raz pierwszy w orzeczeniu SN wykluczone.

Konsekwencją uznania przez SN, że klauzule indeksacyjne stanowią element głównych świadczeń stron, jest przyjęcie, że ich wyeliminowanie prowadzi do unieważnienia umowy kredytu. W tym zakresie wątpliwości budzi jednak kilka kwestii, a zwłaszcza:

- 1) W jaki sposób abuzywność klauzul odnoszących się do jednostronnego ustalania przez bank kursów czyli tzw. klauzul kursowych (inaczej klauzul *spreadu* walutowego) przekłada się na abuzywność postanowień przewidujących sam

mechanizm indeksacji kwoty kredytu do waluty obcej (inaczej klauzuli ryzyka walutowego)?

- 2) SN nie wykluczył, co do zasady, możliwości zastąpienia abuzywnej klauzuli kursowej przepisem o charakterze dyspozytywnym, jeżeli unieważnienie umowy miałyby dla konsumenta szczególnie niekorzystne skutki, co jest zasadą ugruntowaną w orzecznictwie TSUE. Jakkolwiek konsument może w każdej sytuacji zrezygnować z ochrony wynikającej z zakazu stosowania klauzul abuzywnych, co ma jednak taki skutek, że w mocy pozostaje cała umowa, łącznie z postanowieniem abuzywnym. Natomiast nie jest tak, aby kredytobiorca mógł dokonać wyboru pomiędzy zastosowaniem dyspozytywnego przepisu prawa w miejsce klauzuli abuzywnej a unieważnieniem umowy kredytu w całości. Autorzy mają nadzieję, że ten kierunek stanie się dominującą linią orzecznictwa nie tylko SN, ale także sądów powszechnych.

Piąty tekst nosi intrygujący tytuł *Czy „wydane po cichu” orzeczenie z Luksemburga faktycznie rozwiązuje polskie spory o skutki nieważności umów kredytowych?* Jego Autorem jest dr Łukasz Przyborowski. Komentarz dotyczy problemów, które dotychczas rozważane były raczej w wąskim kręgu teoretyków prawa cywilnego, a mianowicie renesansu dyskusji o instytucji bezpodstawnego wzbogacenia, w kontekście skutków ewentualnego ustalenia nieważności lub innego rodzaju nieskuteczności konsumenckich umów kredytowych. Sądy muszą zatem mierzyć się na przykład z problematyką ustalenia właściwej w takim przypadku podstawy żądania zwrotu (kondykcji), stosowaniem teorii salda lub teorii dwóch kondykcji, czy też zasadnością wynagrodzenia z tytułu bezumownego korzystania z cudzego kapitału.

W kontekście roszczeń banków wobec konsumentów z tytułu bezumownego korzystania z kapitału (mimo ewentualnej nieważności umowy kredytowej konsumenci przez lata korzystali wszak z kredytu i nabyli z otrzymanych od banku środków nieruchomości) pojawiły się głosy, jakoby TSUE rozstrzygnął już ten problem. Ł. Przyborowski udawadnia, że powoływanie się na przypadek niemieckiego konsumenta, w której to sprawie Trybunał miał potwierdzić brak podstaw do formułowania przez banki takich roszczeń, jest nieporozumieniem lub celową manipulacją, gdyż w przywoływanym orzeczeniu TSUE nie chodziło o ocenę roszczenia przedsiębiorcy wobec konsumenta, lecz na odwrót, a ponadto nie o skutki nieważności, lecz skutki odstąpienia przez konsumenta od umowy, wreszcie nie o wykładnię krajowych przepisów o bezpodstawnym wzbogaceniu, lecz o wykładnię szczególnego przepisu jednej z dyrektyw dotyczących sprzedaży usług finansowych na odległość (dyrektywy 2002/65/WE). W istocie jest to zagadnienie przyjętej w prawie polskim konstrukcji świadczeń z tytułu umowy kredytu, zgodnie z którą bank udostępnia konsumentowi środki do dyspozycji kredytobiorcy, a ten jest zobowiązany do jej zwrotu wraz z odsetkami, oraz konieczności uwzględnienia tej okoliczności również przy rozliczeniach związanych z nieważnością umowy. Natomiast to, czy i w jakim zakresie przepisy dyrektywy 93/13/EWG stoją na przeszkodzie przewidzianym w prawie krajowym roszczeniom przedsiębiorcy z tytułu bezpodstawnego wzbogacenia, pozostaje nadal na poziomie orzeczeń Trybunału kwestią otwartą.

Zapewne Trybunał będzie miał wkrótce możliwość wypowiedzieć się w niej, ale lepiej po prostu dać mu szansę, aby to uczynił, niż ubiegając go twierdzić i przekonywać opinię publiczną, że już tak zrobił (choć „po cichu”) z powołaniem na orzeczenie, które dotyczy czegoś innego.

Szósty z kolei komentarz ekspercki napisali dr Michał Jabłoński i dr hab. Krzysztof Koźmiński dając mu tytuł: *Konsument nie może decydować o losach umowy frankowej*. Podstawą komentarza jest Art. 6 ust. 1 dyrektywy 93/13 UE, który nakazuje utrzymanie umowy kredytowej waloryzowanej do kursu waluty obcej w mocy w pozostałej części, jeśli jest to możliwe po wyeliminowaniu nieuczciwego warunku. Autorzy polemizują z propozycją Ewy Łętowskiej, która stanowi zachętę do przyjęcia przez sądy powszechne postawy w sprawach kredytowych radykalnie odmiennej od dotychczas prezentowanej, a nawet próbę przypisania im nieistniejącej kompetencji do unieważniania umów kredytowych, której ewentualne wprowadzenie należy do ustawodawcy. Przedstawiona w stanowisku prof. Łętowskiej teza o „wojnie na interpretacje” w sprawach kredytów waloryzowanych do kursu waluty obcej zaskakująco pasuje nie tylko do – zdawałoby się (błędnie) – bilateralnego sporu pomiędzy kredytobiorcami a sektorem bankowym, ale również (a może nawet przede wszystkim) do różnorodności poglądów prezentowanych przez samych kredytobiorców i ich pełnomocników.

Nie kontestując prawa do debaty na przedmiotowy temat, Autorzy, odmiennie od większości zaangażowanych w dyskusję komentatorów uważają, że ściśle trzymanie się brzmienia wypowiedzi TSUE (a także tekstu dyrektywy) i poddawanie go literalnej interpretacji, nie przyniesie satysfakcjonujących rezultatów, m.in. dlatego, że Trybunał jest językowo niekonsekwentny (w tekście rozstrzygnięcia wielokrotnie występują pojęcia „stwierdzenia nieważności”, „unieważnienia” lub „upadku” umowy) i nie ma zwyczaju ściśle trzymać się krajowej nomenklatury pojęciowej. Twierdzą ponadto, że rekonstrukcja pojęciowa wymaga podejścia znacznie bardziej realistycznego niż propozycja E. Łętowskiej. W szczególności nie przekonuje ich pogląd, zgodnie z którym: skoro w przepisach ustawowych brak jest wyraźnej podstawy prawnej do zrekonstruowania kompetencji sądu do wydania konstytutywnego, „unieważniającego” orzeczenia – musi być to rozstrzygnięcie o charakterze deklaratoryjnym.

Ponadto według Autorów bardzo dyskusyjna i nieznajdująca żadnego oparcia w orzeczeniach TSUE (w tym w wyroku w sprawie *Dziubak*) jest teza o tym, że konsument może postanowić o upadku umowy, nawet jeśli może ona dalej funkcjonować bez abuzywniej klauzuli. Wreszcie za zbyt pochopne uważają twierdzenie, że stronom nie należy się wynagrodzenie za korzystanie z kapitału za okres poprzedzający wydanie wyroku, chociaż w grę nie wchodzi odsetki od wierzytelności o zwrot nienależnego świadczenia, która staje się wymagalna dopiero z chwilą prawomocnego wyroku. Za to za przedwczesne uważają wykluczenie istnienia odrębnego roszczenia, opartego na instytucji bezpodstawnego wzbogacenia, dotyczącego okresu poprzedzającego powstanie roszczenia o zwrot nienależnego świadczenia.



W siódmym komentarzu dr Jarosław Bełdowski i dr hab. Krzysztof Koźmiński rozważają *Czy średni kurs NBP jest lekarstwem na problemy kredytów frankowych?* Pomijając fakt, iż toczące się przed TSUE postępowania stanowią dla wielu polskich sądów przesłankę zawieszenia już toczących się postępowań, okazało się, że sprawa C-260/18 (*Kamil Dziubak i Justyna Dziubak przeciwko Raiffeisen Bank International AG*) jedynie „przetarła szlak” i – zamiast definitywnie rozstrzygnąć wątpliwości orzecznicze związane ze stosowaniem przepisów Dyrektywy 93/13 – kolejne wyroki TSUE oraz Sądu Najwyższego w Warszawie są źródłem dalszych kontrowersji co do sposobów „zapewnienie wymaganego standardu ochrony konsumenckiej”. Szczególnie interesujące wydaje się w tym kontekście pytanie prejudycjalne do TSUE o możliwości zastosowania art. 358 § 2 KC w brzmieniu: „Wartość waluty obcej określa się według kursu średniego ogłaszanego przez NBP z dnia wymagalności roszczenia, chyba że ustawa, orzeczenie sądowe lub czynność prawna zastrzega inaczej” (obowiązujący od 24 stycznia 2009 r.). Niekiedy przepis ten stosowany jest przez sądy do „ratowania” umów kredytowych podpisanych po tej dacie w sytuacji, gdy stwierdzona abuzywność dotyczy postanowień określających zasady waloryzacji. To pytanie prejudycjalne dotyczy sytuacji, w której konsument/powód nie tylko godzi się na nieważność umowy i dąży do tego, sprzeciwiając się jakimkolwiek uzupełnieniu luk w umowie (powstałych wskutek usunięcia z niej klauzul abuzywnych), w szczególności na zastosowanie jakiegokolwiek innego kursu, w tym kursu średniego NBP.

Dostrzegając wątpliwości prawne podnoszone przez przeciwników takiego rozwiązania (m.in. wyjątkowość uzupełniania stosunku kredytowego przez przepis dyspozytywny w świetle orzeczeń w sprawie C-26/13 *Kásler* oraz C-260/19 *Dziubak*), Autorzy uważają, że przepis art. 358 § 2 Kodeksu cywilnego nie tylko spełnia kryteria przepisu dyspozytywnego, o jakich mowa w orzecznictwie TSUE, ale – co kluczowe – pozwala pełniej zrealizować dyrektywę utrzymania stosunku kontraktowego w mocy, zachować istotę zobowiązania (uznanie abuzywności klauzuli waloryzacyjnej nie zmienia faktu, że bank i kredytobiorca zgodzili się na kredyt powiązany z walutą obcą, którego dostępność łączyła się z ryzykiem kursowym – jego eliminacja powodowałaby zmianę charakteru umowy) oraz wyważyć interesy ekonomiczne obu stron. W zakończeniu komentarza Autorzy piszą: „Żądania niektórych kredytobiorców frankowych konkretyzują się stopniowo, ale konsekwentnie: najpierw ograniczały się do eliminacji nieuczciwości umów kredytowych, następnie objęły upadek umów przy korzystnej koncepcji przedawnień roszczeń przy rozliczeniach z bankiem, potem popularność zyskało hasło «ukarania» banku (faktycznie przyznanie częściowo darmowego kredytu). Tym razem chodzi o potwierdzenie tezy, że kredyt w ogóle nie jest i nigdy nie był powiązany z obcą walutą. W rzeczywistości, za fasadą przepisów i terminów języka prawniczego, kryć się może prosty koncept biznesowy: tani kredyt bez ryzyka, do którego dopłaci ktoś inny”.

O brakującym pytaniu w Sądzie Najwyższym dotyczącym spread'ów walutowych  
traktują Łukasz Hejmej i Małgorzata Przygodzka.

W związku z problemem kredytów walutowych do debaty publicznej trafiło pojęcie klauzuli kursowej, oznaczającej zapis umowy odsyłający do stosowanych przez bank kursów walutowych. Przy czym pojęcie to trzeba odróżnić od tzw. klauzuli walutowej, odnoszącej kredyt do waluty obcej poprzez indeksację lub denominację waluty kredytu). Rozróżnienie to znalazło odzwierciedlenie w sprawie *Dunai* (C-118/17), gdzie TSUE potraktował te dwie klauzule jako oddzielne postanowienia umowne, poddawane niezależnej analizie prawnej. Jednak jako nieprzesądzona występuje nadal kwestia posługiwania się w umowach klauzulami kursowymi. Przede wszystkim chodzi o to, czy banki miały prawo sformułowania klauzuli kursowej w sposób odwołujący się do rynkowej wartości waluty obcej (pytania do TSUE w sprawach C-212/20 i C-198/20). Nie przesądzając kierunku w jakim pójdzie Trybunał, Autorzy argumentują, że odesłanie do wolnorynkowej wartości waluty obcej znalazło zastosowanie na gruncie przepisów Dyrektywy 2014/17 Parlamentu Europejskiego w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi nieprzypadkowo. Tym bardziej, że ustawodawca europejski nie posłużył się odniesieniem do średniego kursu banku centralnego, nie zdecydował się również na wprowadzenie obowiązku formułowania w umowach kredytowych metodologii ustalania kursów stosowanych do przeliczeń. Za to w preambule do Dyrektywy uznał, że odniesienie do kursu rynkowego zmierza do zapewnienia konkurencyjnych i wiarygodnych rynków finansowych oraz nakierowane jest na budowanie zaufania konsumentów. Stąd Autorzy twierdzą, że kurs rynkowy aprobowany na gruncie jednej dyrektywy nie powinien uchodzić za niedopuszczalny na gruncie drugiej (tj. Dyrektywy 93/13). Przy czym ta syntetyczna konkluzja jest szeroko uzasadniana zarówno na gruncie doktryny jak i przykładami praktycznymi.

Dziwiarty komentarz ekspercki autorstwa Marka Neumanna dotyczy kardynalnego pytania: *Czy SN może rozwiązać problem frankowy?* Komentarz związany jest z wnioskiem I Prezes Sądu Najwyższego w Warszawie do Izby Cywilnej i wpisuje się w nurt poszukiwania szybkich rozwiązań problemu kredytów frankowych. Wniosek ten Autor zestawia z praktyką orzecniczą TSUE w sprawach frankowych, podkreślając, że wyroki dotyczyły wykładni przepisów zaledwie kilku artykułów Dyrektywy 93/13, a mimo to wątpliwości pozostały i kolejne pytania prejudycjalne w tych w sprawach wpływają lub czekają na rozstrzygnięcie. Tymczasem SN ma rozstrzygnąć nie jedno, ale sześć grup zagadnień prawnych powstałych przy stosowaniu kilku aktów prawnych i umów różnego rodzaju, a zagadnienia te zostały sformułowane bardzo ogólnie. Uwzględniając, że SN nie był w stanie rozstrzygnąć problemów prawnych powstałych na kanwie konkretnej umowy ze względu na brak dostatecznych danych, Autor wątpi czy podobne problemy jest w stanie rozwiązać abstrakcyjna uchwała składu całej Izby Cywilnej. W związku z tym przewiduje, że spory frankowe pozostaną z nami jeszcze wiele lat, z czego być może cieszą się prawnicy, ale niekoniecznie banki i ich klienci.



Monika Murawska w kolejnym komentarzu stawia pytanie: *Czy umowa kredytu denominowanego może obowiązywać po usunięciu klauzul przeliczeniowych?* Po gruntownej analizie zagadnienia, zdaniem Autorki trudno o poprawne teoretyczno-prawne uzasadnienie dla unieważnienia umowy kredytu denominowanego lub jego „odfrankowanie”. Źródło tych trudności leży w tym, że bezpośrednim powodem kwestionowania ważności i skuteczności umów „frankowych” był wzrost kursu CHF/PLN, a więc względy czysto ekonomiczne, a nie prawne. M. Murawska podkreśla także, że w tle każdego z zadanych pełnemu składowi SN pytań stoi kwestia – na ile względy pozajurydyczne mogą determinować oceny prawne, które powinny mieścić się w granicach obowiązującego prawa? A także na ile w przypadku problemu frankowego cel może uświadczyć środki?

W tekście jedenastym Łukasz Hejmej i Małgorzata Przygodzka pytają: *Czy zastosowanie bankowych tabel kursowych jest zasadne?*

Na tle dość szerokiej perspektywy analitycznej zasadności stosowania bankowych tabel kursowych i spreadów walutowych do przeliczeń w ramach umów kredytów odniesionych do waluty obcej, z uwzględnieniem doświadczeń austriackiego OGH, Autorzy twierdzą, że nie należy kwestionować uprawnień banku do samodzielnego szacowania ceny franka szwajcarskiego. Dodatkowo na podstawie analizy porównawczej Autorzy wyrażają zdziwienie, dlaczego na gruncie prawa polskiego powstają wątpliwości co do stosowania normy art. 358 Kodeksu cywilnego, skoro austriackie OGH dopuszcza w następstwie uchylecia abuzywniej klauzuli przeliczeniowej możliwość zastosowania przepisu dyspozytywnego prawa austriackiego, dającego możliwość zastosowania przez bank swojego fixingu walutowego. Tym bardziej, że jej skutki są znacznie dotkliwsze dla banku poprzez zastosowanie do przeliczeń umownych nietransakcyjnego kursu walutowego. W opinii Autorów wyrok austriackiego OGH powinien otworzyć w Polsce na nowo dyskusję na temat abuzywności klauzul walutowych.

Dwunaste opracowanie autorstwa dr. Michała Jabłońskiego i dr. hab. Krzysztofa Koźmińskiego dotyczy mitów jakie zweryfikował TSUE.

Autorzy poddają analizie orzeczenie TSUE w sprawie C-260/18 (*Dziubak przeciwko Raiffeisen*) w kwestiach rzekomej wadliwości konstrukcji kredytów indeksowanych/denominowanych (w różnych wariantach: ich nielegalności w świetle polskiego prawa bankowego i cywilnego, sprzeczności z europejskim prawem konsumenckim, niedopuszczalności w obrocie konsumenckim), domniemanego „wyboru” dokonywanego przez konsumenta w przedmiocie skutków prawnych abuzywności (nieprawdziwa sugestia jakoby konsument – niczym kapryśny klient restauracji dokonywał selekcji dań z szerokiej karty, a w przypadku niesatysfakcjonującego go menu – mógł zażyczyć sobie rozstrzygnięcie indywidualne przez niego zaprojektowane, czym „związuje” orzekający sąd krajowy) albo niesprawiedliwej i systemowo nieuzasadnionej koncepcji przedawnienia się roszczeń banku w przypadku upadku stosunku kredytowego. Wskazują nadto, iż poważnie rozczarowali się ci, którzy oczekiwali zmasowanej krytyki praktyki aneksowania umów kredytowych, deklaracji o konieczności ukarania przedsiębiorców albo zanegowania moż-

liwości wystąpienia przez nich z roszczeniami zwrotnymi, w tym nawet żądaniem spłaty kosztów związanych z udostępnieniem konsumentom kapitału kredytu. W tym sensie wyrok TSUE jest racjonalny i umiarkowany, a zamiast szukać prostych rozwiązań w interesie wyłącznie jednej strony sporu (konsumenta) – nakazuje uwzględnić dany stan faktyczny, powszechnie obowiązujące prawo, respektować sytuację obu kontrahentów oraz akcentuje wagę trwających zobowiązań.

*Aleksandra Horbatowska jest autorką trzynastego komentarza eksperckiego pt. TSUE nie wspiera unieważniania umów frankowych.*

Jedno z zagadnień przedstawionych TSUE dotyczyło tego, czy można usunąć wyłącznie element warunku uznany za nieuczciwy (abuzywny), przy pozostawieniu w mocy całej reszty. Na tak postawione pytanie TSUE udzielił odpowiedzi pozytywnej – sąd krajowy może usunąć jedynie nieuczciwy element warunku (pkt 80), przy zachowaniu dwóch wymogów (każda część postanowienia powinna się nadawać do indywidualnej kontroli pod kątem jej nieuczciwego charakteru, a nadto usunięcie jednego elementu nie doprowadzi do zmiany istoty pozostałej części postanowienia). Autorzy postanowienie to ilustrują przykładami oraz wyjaśnieniami Komisji Europejskiej w wytycznych do Dyrektywy 93/13. A dodatkowo akcentują okoliczność, że wytyczne TSUE mają uniwersalny charakter i można je odnieść do możliwości podziału każdego postanowienia umownego. Co więcej, skoro według Trybunału każdy warunek umowny – nawet jeśli jest w jednej jednostce redakcyjnej – podlega odrębnej ocenie, to ewidentnie przestaje mieć uzasadnienie automatyczne rozciąganie przez Sądy abuzywności tabeli kursów walut na inne postanowienia (dotyczące wypłaty kredytu czy jego spłaty).

*Sprawy frankowe. Niech stanie się sprawiedliwość, choćby zginął świat to symboliczny tytuł kolejnego komentarza eksperckiego, jaki opracowali dr Jarosław Bełdowski i dr hab. Krzysztof Koźmiński.* Tytuł komentarza nawiązuje do łacińskiego motto cesarza Ferdynanda I. Jednak pokusa ignorowania realnych skutków społeczno-ekonomicznych własnych działań towarzyszy również wielu współczesnym prawnikom. Koncentracja jedynie na literalnym brzmieniu przepisów lub wyjętych z kontekstu wypowiedziach orzeczniczych, lekceważy ekonomiczne skutki takich praktyk, a niekiedy nawet prowadzi do absurdalnych rozwiązań z punktu widzenia sprawiedliwości<sup>4</sup>. Jest to w zasadzie pierwszy komentarz w omawianej antologii, uwzględniający przede wszystkim ekonomiczne skutki rozwiązania problemu kredytów frankowych w czterech wariantach. Autorzy prowadzą rozważania na tle szacowanego przez KNF kosztu radykalnie pro-konsumentckiego rozstrzygnięcia sądów, gdy koszty jednej strony rzędu 234 miliardów złotych poniesie druga strona. Przy czym podkreślają, że koszty poniosą z pewnością nie tylko kredytodawcy kredytów frankowych. Dodają także, że choć sama już wizja takiego rozwiązania wydaje się abstrakcyjna prawnie, niesprawiedliwa i karkołomna intelektualnie, to jest jednym z postulatów środowiska kredytobiorców frankowych i spotyka się

<sup>4</sup> Zastanawia, że tego typu zachowaniom bądź praktykom prawniczym nie przydaje się cech hazardu moralnego.

z aprobatą niektórych pełnomocników procesowych. Autorzy charakteryzują cztery warianty rozwiązania problemu kredytów frankowych, ilustrując to ich kosztami, a jednocześnie aksjologicznie solidaryzują się z prymatem kryteriów ekonomicznych, zwłaszcza w skali makro, nad bezwzględny pierwszeństwem podejścia proklientowskiego.

W piętnastym opracowaniu dr hab. Krzysztof Kalicki pisze o *Kredytowych manipulacjach lobby frankowego*. Autor akcentuje, że KNF i NBP w stanowiskach przedłożonych Sądowi Najwyższemu – wbrew opiniom lobby frankowego – potwierdziły, że zmiana kursowa miała charakter rynkowy i była niezależna od banku kredytującego, oraz że znaczny wzrost złotowej wartości kredytu walutowego nastąpiłby niezależnie od tzw. klauzuli przeliczeniowej, wreszcie że wzrost obciążeń klientów z powodu aprecjacji franka szwajcarskiego nie miał istotnego wpływu na dochody banków, gdyż miały one domknietą pozycję walutową. Dodaje, że kredytodawcy w Polsce nie byli w stanie oszacować ryzyka takich zmian, ani tym bardziej świadomie ich wywołać. Jednocześnie przeciwstawia się insynuacjom lobby frankowiczów jakoby banki na wolnym i konkurencyjnym rynku tworzyły iluzje, którymi kierowało się prawie milion dorosłych, wykształconych i doświadczonych ludzi w swych wyborach wariantu zaciągania kredytu mieszkaniowego. Przypomina także, że banki informowały kredytobiorców o ryzyku walutowym, a nadto w zasadzie nie miały żadnej nadzwyczajnej wiedzy o przyszłych zmianach rynkowych. Zarzuca, że niektórzy prawnicy nie odróżniają lub nie chcą odróżniać kwestii niepewności dotyczącej zmian kursowych, popularnie nazywanej ryzykiem, od estymowanego ryzyka szacowanego na podstawie ilościowych danych i informacji, przy zastosowaniu dostępnych metod i modeli ryzyka, a oczekiwanie, aby bank był jasnowidzem jest nierealistyczne. Autor wskazuje, że jest dozwolone wypłacenie kredytu walutowego w złotych lub innej walucie na zlecenie klienta, a klient ma prawo takiej transakcji dokonać. Ponadto odrzuca tezy, że kredyt denominowany w walucie nie jest kredytem walutowym a złotowym, gdyż klient po przyznaniu go zamienił środki w walucie na złote, aby zapłacić deweloperowi za nieruchomości. Odrzuca także oskarżenia o nieuczciwe klauzule przeliczeniowe, podnosząc, że kredytobiorca dokonując spłaty może dokonać transakcji wymiany złotych na walutę kredytu w dowolnie wybranym podmiocie uprawnionym do obrotu walutowego, zresztą nie tylko w banku. K. Kalicki rozwija także kwestie ustalania kursu zgodnie z przesłaniem zawartym we wcześniej omówionych komentarzach, choć wyraźniej niż komentarze prawnicze odwołuje się do praw ekonomicznych, a przytacza także inne niż już wskazane regulacje UE w przedmiotowej kwestii (np. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie możliwych nadużyć na rynku walutowym – MAR). Wreszcie wyjaśnia, że globalny arbitraż eliminuje ułomności rynku FX, a żaden bank nie może manipulować kursem rynkowym. W zakończeniu Autor stanowczo krytykuje pomysły „wywłaszczania banków z ich majątku bez odszkodowania”.

Autorstwa dr. hab. Krzysztofa Kalickiego jest także szesnasty tekst w zbiorze zatytułowany *Frankowa „ekonomia”, czyli zawartość gruszki w jabłku*. Autor pisze, że „Absurdalna jest swoboda tworzenia przez część prawników wykładni, co jest po-

stanowieniem nieuczciwym, a co nie” przypisując to lobbystycznym interpretacjom sprzecznym z ekonomią, praktyką rynku i zwyczajami, które mają na celu uchylenie się od konsekwencji decyzji ocenianych z perspektywy czasu jako niekorzystne; a taką ahistoryczną ocenę ignorującą zmiany warunków i polityk ocenia jako niedopuszczalną. A destrukcyjne dla gospodarki i społeczeństwa są tezy, że w relacji konsument – przedsiębiorca można wyłączyć podstawowe zasady prawa zobowiązań (m.in. że umów należy dotrzymywać). Prowadzi to do absurdów ekonomicznych typu naliczanie odsetek od kapitału według stopy procentowej LIBOR albo ocena, że spread jest za wysoki lub za niski; podobnie ocenia selektywne podejście do tabel kursowych, kiedy raz nie kontestuje się ich zasadności a innym razem, jak w przypadku frankowiczów, odmawia się bankom prawa ich stosowania. Autor wskazuje także na nietożsame podejścia do kwestii średniego kursu NBP i tabel kursowych banków w zależności od interesu frankowiczów, podobnie jak w egoistycznym celu uniknięcia skutków podjętego ryzyka przez zaciągnięcie kredytu denominowanego lub indeksowanego w walucie suponuje się, że „zgodnym zamiarem stron było udzielenie finansowania kredytobiorcy w złotych” a „waluta obca miała służyć jako przelicznik wartości”. Maskuje się tym samym, że faktycznym celem kredytobiorcy było obniżenie kosztów finansowania poprzez zaciągnięcie zobowiązania po niższej stopie w walucie, przy akceptacji niepewności co do zmiany kursu.

Z ekonomicznego punktu widzenia wartość pieniądza w czasie zmienia się w zależności od rynkowego poziomu stóp procentowych oraz kursów walut dla kredytów denominowanych i indeksowanych. Dlatego ważność długoterminowej umowy kredytowej nie może być uzależniona od tego, czy zmieniające się warunki rynkowe są korzystne lub niekorzystne dla jej stron. W celach edukacyjnych K. Kalicki retorycznie pyta, czy ci co twierdzą, że kurs PLN/CHF musiał się odwrócić „zmonetyzowali tę swoją pewność i zarobili krocie na transakcjach walutowych? I dlaczego globalny biznes nie zarobił na tej rzekomej pewności?”.

W dalszej części opracowania Autor rozprawia się z innymi „nieuczciwymi chwytami” lobby frankowego oraz dowodzi, że społeczność kredytobiorców, w okresie podejmowania zobowiązań kredytowych, podzieliła się mniej więcej po połowie na tych, co chcieli ryzykować i tych, co akceptowali większe koszty, ryzyka tego unikając. K. Kalicki argumentuje, że dowodem profesjonalizmu większości banków było wymaganie odpowiednio wyższej zdolności kredytowej, gdy klient chciał wziąć kredyt walutowy. Co dziś skutkuje m.in. tym, że kredyty walutowe spłacają się do tej pory lepiej niż złotowe.

Zdaniem Autora spory interesariuszy walutowych umów kredytowych o interpretację prawa, a zwłaszcza ewentualną abuzywność zapisów umownych, to walka o elementarną uczciwość i obiektywizm sądów. Kończąc K. Kalicki stwierdza: „... nieznanomość prawa szkodzi. Nieznajomość ekonomii, przy sądowych rozstrzygnięciach spraw gospodarczych, szkodzi jeszcze bardziej – bo wszystkim”.

Małgorzata Przygodzka i Łukasz Hejmej w tekście siedemnastym twierdzą, że *Unieważnianie umów frankowych nie może być zależne jedynie od woli konsumenta*. Główna teza Autorów nie jest nowa w omawianej antologii, gdyż we wcześniejszych komentarzach występowała już tytułowa teza. Jednak w tym tekście eksponuje się, że „kolejne wypowiedzi TSUE nie pomogły ujednoczyć orzecznictwa polskich sądów powszechnych. Tymczasem jedno stanowisko Trybunału konsekwentnie przebiega od niemal samego początku analizowania problematyki wyeliminowania klauzul abuzywnych na gruncie Dyrektywy 93/13. Mianowicie, Trybunał zawsze opowiadał się za zasadą prymatu utrzymania umowy w mocy”.

M. Przygodzka i Ł. Hejmej rozważają tytułowe zagadnienie z uwzględnieniem bogatego orzecznictwa TSUE nie tylko w odniesieniu do problematyki kredytów frankowych w Polsce, a w konkluzji piszą: „W konsekwencji, podążając za wytycznymi wskazanymi przez Trybunał ws. C-118/17 i C-932/19 trudno jest znaleźć jakiegokolwiek podstawy do orzekania upadku umów kredytowych odniesionych do waluty obcej po dacie wejścia w życie tzw. ustawy antyspreadowej. Celem przyjętej regulacji było bowiem przywrócenie równowagi kontraktowej stron, a w następstwie zastosowania przewidzianych w niej narzędzi prawnych sytuacja konsumenta jest zbieżna z hipotetyczną sytuacją, w której w umowie od samego początku nie funkcjonowałyby klauzule kursowe. Utrzymanie w mocy «umów frankowych» przy przyjęciu rozwiązania z ustawy anty-spreadowej i art. 358 § 2 Kodeksu cywilnego pozostaje również zbieżne z tzw. domniemaniem racjonalności ustawodawcy z art. 1 ust. 2 Dyrektywy 93/13 i nie zamyka konsumentom drogi do ewentualnego kwestionowania indeksacji *per se*.”

Przedostatni komentarz opracowany przez Mateusza Ciechomskiego i dr hab. Krzysztofa Koźmińskiego nosi tytuł *TSUE przeciwko frankowej zero-jedynkowości*. W świetle aktualnie ukształtowanej linii orzeczniczej w sprawach frankowych, polskie sądy zarówno na etapie orzekania, jak i w samych wyrokach pomijają – ponieważ umyślnie – możliwość określenia na nowo kursu waluty obcej i szablonowo rozstrzygają zgodnie z zasadą „coś jest czarne albo białe, dobre albo złe”, w konsekwencji upadek umowy kredytu frankowego w całości, a kwestię rozliczeń pozostawiają na zasadzie „jakoś to będzie”.

Tymczasem zgodnie z orzecznictwem TSUE priorytetem powinno być przywrócenie równowagi kontraktowej stron przy jednoczesnym utrzymaniu umowy w mocy po wyeliminowaniu z niej postanowienia nieuczciwego. Stąd w opinii Autorów pożądanym jest znalezienie właściwego antidotum na automatyczny upadek umowy kredytu. Upatrują tego m.in. w wyroku Trybunału w węgierskiej sprawie C-932/19, w którym głównym przesłaniem jest zastąpienie nieuczciwego sposobu określania kursu waluty obcej jednolitym kursem wskazanym w przepisach ustawy. Trybunał uznał za zgodne z europejskimi przepisami stosowanie przez sądy w sprawach frankowych mechanizmu „naprawiania” kursu walutowego w postaci z góry określonego w węgierskiej ustawie przelicznika, będącego swoistym wyznacznikiem ekonomicznej sprawiedliwości – ujednoczonym oraz używanym w każdej sprawie, bez dokonywania zmian bądź korekt. Dodatkowo wart uwagi jest fakt uznania

przez TSUE, że wyrażona przez konsumenta wola nie może przeważać nad oceną całej sprawy przez sąd (żądanie konsumenta sądu nie wiąże), a powoływanie się przez konsumenta na okoliczność korzystniejszego rozstrzygnięcia na jego rzecz w przypadku upadku umowy nie może być przez sąd brana pod uwagę bez zbadania każdorazowo kontekstu danej sprawy.

TSUE po raz kolejny jasno potwierdził słuszność zasady „umów należy dotrzymywać”, jak również nałożył też „miękki” nakaz poszukiwania środków mniej dotkliwych niż upadek całej umowy, ograniczając w ten sposób tendencję sądów krajowych do stosowania zasady zero-jedynkowości. Zdaniem Autorów nie ulega wątpliwości, że tolerancyjne kierowanie sferą sprawiedliwości nie powinno sprowadzać się do podejścia: „jesteś stroną słabszą, więc otrzymasz wszystko”.

W tytule ostatniego, dziewiętnastego komentarza dr hab. Krzysztof Koźmiński pyta *Czy sędziowie w sprawach frankowych łamią prawo?*

„Węgierski” wyrok TSUE w sprawie banku OTP i sformułowane w nim tezy nakazują krytycznie ocenić stan polskiego orzecznictwa w sprawach kredytów frankowych i sformułować pytanie o zgodność postępowania polskich sądów z prawem unijnym. Autorzy omawiając w/w wyrok używają alegorii „Leczyć, nie zabijać”. Innymi słowy – nawet jeśli umowa kredytu zawiera postanowienia niedozwolone, nie należy jej „zabijać” (unieważniać), dopóki nie podejmie się próby „leczenia” (zastąpienia owych niedozwolonych postanowień postanowieniami dozwolonymi, ogólnie akceptowanymi i przewidzianymi w ustawach).

TSUE w sprawie *OTP* jasno stwierdził, że węgierska ustawa z 2014 r. „lecząca” wadliwe umowy kredytowe urzędowym kursem wymiany waluty obcej do forinta, jest zgodna z prawem unijnym. Co więcej, Trybunał uznał, że ustawa ta skutecznie „leczy” nawet te umowy, które zostały zawarte dziesięć lat przed jej wejściem w życie. TSUE potwierdził także, że oficjalny kurs średni wyznaczany przez krajowy bank centralny gwarantuje obiektywizm i pewność dla obu stron kontraktu: banku oraz konsumenta. Przypomniał też, że o dalszym losie umowy kredytowej nie może przesądzać jednostronna wola konsumenta (który chciałby jej definitywnego unieważnienia), ale podejście obiektywne oraz ramy ustawowe prawa krajowego. Pełnomocnicy frankowiczów podnoszą czasem argument, że średniego kursu NBP nie można zastosować do umów „frankowych”, ponieważ ustawa wprowadzająca ten przepis weszła w życie w 2009 r., a więc już po „szczyt” udzielania takich kredytów, który przypadł na rok 2008. Orzeczenie TSUE ws. *OTP* ten argument jednoznacznie, *nomen omen*, unieważnia. Wyrok TSUE w sprawie *OTP* obnaża bezzasadność stosowanego w Polsce przez ostatnie lata mechanizmu orzekania w sprawach „frankowych”, polegającego na coraz powszechniejszym unieważnianiu umów kredytowych. Należy mieć nadzieję, że konkluzje i argumenty zawarte w „węgierskim” wyroku TSUE przyniosą refleksję i merytoryczną dyskusję o rzeczywistym kształcie unijnego prawa konsumenckiego. Wyrok w sprawie *OTP* powinien przywrócić polskim sędziom racjonalność i ostrożność.

Na zakończenie antologii zamieszczono wykaz autorów wraz z syntetycznymi informacjami o ich wykształceniu, karierze zawodowej i wybranych publikacjach.

Omówiona antologia jest bez wątpienia warta przestudiowania zarówno przez osoby zawodowo zajmujące się kwestiami prawnymi kredytowania, jak i adeptów prawa czy ekonomii zanim przyjdzie im się zmierzyć ze skomplikowanymi przypadkami w praktyce zawodowej.

## Bibliografia

Baka W., (1997), *Transformacja bankowości polskiej w latach 1988–1995. Studium monograficzno-porównawcze*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.

Łukasiewicz D., (2008), *Przeklęta lichwa*, Polityka nr 51/52 (2685), 20–27 grudnia 2008, s. 108–110.



# Recenzje



DOI: 10.26354/bb.7.1.86.2022

Eugeniusz Gostomski\*

ORCID: 0000-0003-0699-1928

egostomski@wp.pl

**Recenzja monografii Magdaleny Ziolo, Anny Spoz i Ewy Kulińskiej-Sadłocha  
*Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*  
Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2021, ISBN: 978-83-208-2452-0**

W ostatnich latach problematyka zrównoważonych finansów stała się dość popularna – zarówno w teorii jak i praktyce – czego widocznym dowodem jest wysoki priorytet tej problematyki w dokumentach i działalności organizacji międzynarodowych, a także w procedurach realizacyjnych instytucji finansowych. Warto jednak przypomnieć, że prace nad normami, wytycznymi czy dobrymi praktykami w tym zakresie mają już znacznie dłuższą historię<sup>1</sup>.

Recenzowana praca poświęcona jest ważnej i aktualnej problematyce zrównoważonych finansów, które mają duże znaczenie dla zrównoważonego rozwoju. Ta forma finansów, kształtująca się na świecie dopiero od kilkunastu lat, zyskała na aktualności w dobie pandemii koronawirusa. Recenzowana praca przedstawia w prze-

---

\* Eugeniusz Gostomski – dr hab., emerytowany prof. UG i wykładowca WSB w Gdańsku.

<sup>1</sup> Współautorka recenzowanej pracy Ewa Kulińska-Sadłocha dokumentuje to m.in. swoimi publikacjami: *Controlling a orientacja proekologiczna banku*, [w:] *Bankowość*, red. nauk. M. Zaleska: Wydaw. SGH, Warszawa 2005 – połączenie aspektów finansowych z środowiskowymi w działalności banku; *The pro-society projects and the environment protection initiatives of the banks in Poland*, Service Management, vol. 3; Scientific Journal No 499, Wyd. Uniwersytetu w Szczecinie, Szczecin 2008; *Banki a zmiany klimatyczne*, Finanse 2009 – Teoria i praktyka, *Bankowość*, red. nauk. K. Brzozowska, S. Flejterski, Zeszyty Naukowe nr 548, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.



rzysty i syntetyczny sposób wpływ niefinansowych czynników ryzyka: środowiska naturalnego, uwarunkowań społecznych i ładu korporacyjnego, czyli *ESG risk* na transformację poszczególnych rodzajów rynków finansowych w kierunku rynków zrównoważonych. Zrealizowane przez autorki badania nie objęły kwestii zrównoważonych finansów publicznych, które zasługują na oddzielne opracowanie.

Przedmiotem rozważań w pierwszym rozdziale są relacje pomiędzy finansami a zrównoważonym rozwojem. Autorki wychodzą od przybliżenia pojęcia i celów zrównoważonego rozwoju. Następnie dokonują trafnego porównania finansów tradycyjnych z finansami zrównoważonymi, eksponując ich najistotniejsze cechy. Dalej znajduje się klasyfikacja zrównoważonych finansów z uwzględnieniem trzech filarów rozwoju zrównoważonego: środowiskowego, społecznego i ekonomicznego. Przedstawione zostały poszczególne subdyscypliny zrównoważonych finansów odnoszące się do różnych aspektów życia społecznego i ekonomicznego. Ujęcie ich w formie tabeli jest właściwym podejściem także z dydaktycznego punktu widzenia. W pracy zwrócono uwagę na niejednakowe oddziaływanie zrównoważonych finansów na realizację podstawowych celów zrównoważonego rozwoju w systemie anglosaskim i w systemie kontynentalnym. W pierwszym przypadku następuje to poprzez rynek obligacji zielonych i społecznie odpowiedzialnych, a w drugim za pomocą zielonych kredytów i mikropożyczek. Przedstawiono też w przejrzysty sposób, jak postępował na świecie rozwój zrównoważonych finansów i wypunktowano wszystkie istotne atrybuty zrównoważonego systemu finansowego. Należy zgodzić się z podkreśloną w pracy opinią, że zakres finansów zrównoważonych jest szerszy od tradycyjnych o całą gamę działań na rzecz włączenia społecznego ludzi o niskich dochodach w normalny nurt życia i wysiłki zmierzające do redukcji wpływu ryzyk niefinansowych (ESG) na sektor finansów.

Dzięki recenzowanej monografii poznajemy mechanizm i siłę oddziaływania ryzyk ESG na rozwój zrównoważony oraz na wyniki działalności podmiotów finansowych i niefinansowych, z czego wypływa konieczność zarządzania tymi rodzajami ryzyka w celu ograniczenia powodowanych przez nie strat. W monografii zawarte jest obszernie zestawienie międzynarodowych inicjatyw, regulacji i wytycznych (dokumentów obligatoryjnych i fakultatywnych o dużym znaczeniu praktycznym) dla sektora finansowego, odnoszących się do kwestii zrównoważonego rozwoju i finansów zrównoważonych. Dla Polski szczególne znaczenie mają dyrektywy UE i kodeksy dobrej praktyki. Tworzą one z jednej strony ogólne ramy prawne zrównoważonych finansów, a z drugiej – promują preferowane wzorce działania. Z publikacji dowiadujemy się o podjętych już przez instytucje finansowe działaniach mających na celu zmniejszenie negatywnego wpływu ryzyk ESG na sektor finansowy i ukierunkowanych na realizację celów zrównoważonego rozwoju. Wskazano przy tym m.in. na model zielonego biura, podnoszenie świadomości ekologicznej pracowników przez odpowiednie szkolenia, wybieranie kooperantów stosujących praktyki biznesu społecznie odpowiedzialnego i na połączenie sponsoringu z działalnością charytatywną. Te przykłady dobrze pokazują, co może zrobić każdy podmiot gospodarczy na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Najwięcej miejsca w monografii poświęcono działaniom banków komercyjnych i banków centralnych na rzecz zrównoważonego rozwoju. Za wprowadzenie do tematu posłużyło nakreślenie genezy i dotychczasowego rozwoju zrównoważonej bankowości w ujęciu globalnym, a także zilustrowanie tego w tabelarycznym zestawieniu zasad odpowiedzialnej bankowości i działań banków zgodnych z tymi zasadami. Za cenne uznać należy klarowne zdefiniowanie pojęcia banku zrównoważonego wraz ze wskazaniem jego istotnych cech i przesłanek angażowania się banków na rzecz zrównoważonego rozwoju. W ten sposób powstał swego rodzaju przewodnik dla banków w tym zakresie. Podkreślono przy tym, że wraz z narastającymi dysproporcjami w poziomie życia na świecie, konfliktami społecznymi, degradacją środowiska naturalnego i zmianami klimatu wzrastają bezpośrednie i pośrednie skutki materializacji ryzyka ESG dla banków. Autorki zamieściły w swej monografii wiele przykładów działań banków pozwalających ograniczyć takie negatywne skutki. Obejmują one zarówno bezpośrednie oddziaływanie banków na środowisko (zmniejszenie zużycia energii przez bank i jego pracowników, ograniczenie zużycia papieru, redukcja masy odpadów i inne), jak i działania pośrednie (oferowanie klientom zrównoważonych produktów, zaprzestanie finansowania działalności szkodliwej dla środowiska naturalnego i społeczeństwa, prowadzenie edukacji ekologicznej). Rozdział drugi zamyka omówienie komunikowania i raportowania przez banki zrównoważonych działań.

W kolejnym rozdziale znajdują się rozważania na temat działań banków centralnych ukierunkowanych na wspieranie zrównoważonego rozwoju, które są spójne z przedsięwzięciami na rzecz stabilizacji systemu finansowego. Zastanawia, dlaczego skoncentrowano się na inwentaryzacji działań ostrożnościowych banków centralnych i organów nadzorczych w obszarze zrównoważonej bankowości w krajach zaliczanych do rynków wschodzących, a pominięto przykłady z krajów rozwiniętych. Wyeksponowano natomiast instrumenty, jakie bank centralny może stosować celem zniechęcania instytucji finansowych od realizacji transakcji szkodliwych dla społeczeństwa lub środowiska naturalnego. Jest też mowa o trudnych do przecenienia działaniach informacyjno-edukacyjnych na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Kluczową rolę w finansowaniu zrównoważonego rozwoju gospodarczego odgrywa zrównoważony rynek kapitałowy, o czym jest mowa w obszernym czwartym rozdziale monografii. Zawiera on kompleksową charakterystykę pozyskiwania i inwestowania kapitału na zrównoważonym rynku kapitałowym, w szczególności zaś prawidłowości realizacji projektów inwestycyjnych odpowiadających kryteriom zrównoważonego rozwoju. Stosunkowo dużo miejsca poświęcono regulacjom prawnym w wybranych krajach i dobrym praktykom odnoszącym się do obligacji zielonych, społecznych i zrównoważonego rozwoju. Procesy emisji tych obligacji zostały szczegółowo przedstawione za pomocą wykresów i tabel. Dopełnieniem analizy rynku obligacji są refleksje dotyczące pożyczek przeznaczonych na finansowanie projektów odpowiadających koncepcji zrównoważonego rozwoju, a także diagnoza marginalnego znaczenia crowdfundingu w tych procesach we współczesnej praktyce. W końcowej części czwartego rozdziału nie ma jasności co do znaczenia użytego określenia „całość zarządzanych aktywów” (Czy chodzi o wartość

wszystkich aktywów funduszy inwestycyjnych?). Podobnie niejasne jest stwierdzenie, że wartość strategii SRI wynosi 15,03 biliona USD.

Do zrównoważonego rozwoju walnie przyczynia się też sektor ubezpieczeniowy – i to w dwojaki sposób:

- oferując klientom indywidualnym i instytucjonalnym produkty ubezpieczeniowe, które pozwalają zredukować ryzyko ESG;
- odmawiając ubezpieczenia przedsiębiorstwom prowadzącym działalność szkodliwą dla środowiska naturalnego lub niepożądaną ze względów społecznych oraz wykluczając tego rodzaju podmioty ze swego portfela inwestycyjnego.

Tych zagadnień dotyczy piąty rozdział książki, przedstawiający rolę towarzystw ubezpieczeniowych w proekologicznej transformacji gospodarczej. Ciekawie w nim scharakteryzowano zrównoważone produkty ubezpieczeniowe i główne zasady funkcjonowania zrównoważonych ubezpieczeń.

Ostatni rozdział monografii poświęcony jest najmniej znanej problematyce rynku walutowego i instrumentów pochodnych w procesie zarządzania ryzykiem finansowania działań naprawczych i prewencyjnych związanych z katastrofami środowiskowymi i klimatycznymi. Scharakteryzowano w nim zarówno specyficzne instrumenty pochodne jak i korzyści z ich zastosowania.

Reasumując, monografia *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa* stanowi oryginalne i bardzo wartościowe studium ekonomiczne, podejmujące istotną stosunkowo mało znaną problematykę zrównoważonych rynków finansowych. Autorki wykazały się bardzo dobrą znajomością tych ważnych dla zrównoważonego rozwoju gospodarczego i społecznego zagadnień. W połączeniu z dużymi umiejętnościami analitycznymi, darem wyciągania syntetycznych wniosków i formułowania zrozumiałych oraz nie budzących wątpliwości ocen bądź wniosków pozwoliło im to zrealizować postawione przed monografią cele. Cała monografia zasługuje na wysoką ocenę.