

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Олександр ШАРОВ

**МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД  
МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ  
В УМОВАХ ВІЙНИ:  
УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ****Резюме**

Монетарна політика безпосередньо виконує роль суттєвого елемента національної безпеки – причому не тільки економічної, а й безпеки загалом, оскільки її результати посередньо впливають також на соціальні, екологічні та інші аспекти життя суспільства. В статті розглянуто досвід здійснення монетарної політики в умовах війни різних періодів залежно від системи управління монетарними процесами (Бреттон-Вудської, пост-Бреттон-Вудської, інфляційного таргетування, плаваючих валютних курсів тощо). Особливу увагу приділено змінам принципів грошово-кредитної політики в умовах війни Росії проти України: з одного боку, повернення монетарної політики Росії до адміністративної практики часів СРСР (і фактично припинення конвертованості рубля); з іншого – обмежене використання адміністративних обмежень з боку Нацбанку України, спрямоване на збереження основних принципів ринкової економіки.

Зроблено висновок, що незважаючи на повторення деяких принципових підходів, міжнародний досвід свідчить про відсутність певного стандарту монетарної політики в умовах війни, тому необхідно розробити індивідуальну грошово-кредитну політику, яка враховувала би досвід інших країн.

---

© Олександр Шаров, 2022.

Шаров Олександр, д.е.н., професор, Інститут економіки та прогнозування НАН України, Київ, Україна. ORCID: 0000-0001-8460-9996, Email: osharov@niss.gov.ua.

### **Ключові слова**

Монетарна політика, війна, державне регулювання, інфляція, центральні банки.

**Класифікація за JEL:** E52, E58.

33 джерела літератури.

### **Огляд літератури та постановка проблеми**

Монетарна політика безпосередньо є суттєвим елементом національної безпеки – причому не тільки економічної, а й безпеки загалом, оскільки її результати впливають також на соціальні, екологічні та інші аспекти життя суспільства. Все частіше наголошується на необхідності більшої орієнтації грошово-кредитної політики на забезпечення не тільки суто монетарних цілей, а й зайнятості населення та економічного зростання як важливих елементів економічної безпеки.

Це стосується як центральних банків окремих країн, так і міжнародних установ, таких як Європейський центральний банк або Міжнародний валютний фонд. Зокрема, керівники МВФ та Світового банку пообіцяли «у максимально можливій мірі» використати свої інструменти, у т. ч. антикризове фінансування, щоб допомогти країнам вирішити медичні та економічні проблеми, спричинені коронавірусом.

Для України безпековий аспект монетарної політики набуває особливо важливого значення внаслідок гуманітарні загрози через дію коронавірусної пандемії та прямої військової агресії з боку Росії і вимушеного функціонування економіки в умовах війни.

Специфіку монетарної політики для воєнного періоду неодноразово та успішно використано протягом тривалої історії людства. З цього приводу можна згадати, наприклад, політику Банку Англії в період воєн з Францією (спо-

чатку – монархічною, потім – республіканською і врешті – імперською) в період 1793–1815 рр. [1]

Питання особливостей проведення монетарної політики в умовах війни не відображені широко у фундаментальних наукових працях. Навіть в країні-агресорі, яка заздалегідь готувалась до регулювання економіки у воєнних умовах, питанням монетарної (грошово-кредитної) політики у воєнних період не було приділено достатньо уваги. Так, у підручнику «Економіка» [2], призначеному для військових ЗВО, грошово-кредитну проблематику досліджено в розділі «Макроекономіка» (с. 193–211), але в розділі про безпосередньо воєнну економіку фінансова політика обмежена лише бюджетними питаннями. Аналогічний підхід також характерний для спільного російсько-білоруського підручника «Военная экономика»[3].

Звісно, що для нас все одно більший інтерес становлять наукові розробки вчених з демократичних країн. У зв'язку з цим можна згадати аналіз воєнних періодів у відомій роботі М. Фрідмена та А. Шварц з питань монетарної історії США [4], доповідь М. Фрідмена на засіданні Американської економічної асоціації у травні 1952 р., в якій було розглянуто досвід трьох воєнних періодів [5] та статтю американського професора (Університет Нью-Джерсі) Х. Рокоффа (Hugh Rockoff), в якій він вивчає вже чотири періоди (у т. ч. період війни у В'єтнамі) [6]. Зокрема, в них йдеться про тісну співпрацю ФРС з Міністерством фінансів (аж до фактичного підпорядкування монетарної влади головному фіскальному органу, яке було припинено лише у 1951 р. в результаті укладання спеціальної угоди (*Treasury-Fed/Monetary Accord*)).

**Мета статті** – розглянути приклади змін грошово-кредитної (монетарної) політики в умовах війни, виокремити основні принципи та підходи до такої політики та надати певні рекомендації щодо основ грошово-кредитної політики України в умовах війни.

У процесі підготовки статті автор користувався історико-порівняльним методом, а також методом сканування горизонту (*horizon scanning*), що дало змогу виявити схожі умови здійснення монетарної політики та розбіжності, які обумовлені різними внутрішніми та зовнішніми факторами, а також визначити основні ризики та потенційні проблеми, вирішенню яких має сприяти сучасна монетарна політика держави з ринковою економікою.

## Виклад основного матеріалу

Під час Другої світової війни Міністерство фінансів (Казначейство – *Treasury*) попросило ФРС підтримувати довгострокові процентні ставки на низькому рівні, щоб дозволити дешевше фінансування державного боргу, накопиченого під час війни. Після закінчення війни ФРС продовжила політику

процентних ставок у військовий період. Проте підтримка низьких процентних ставок навіть у той час, коли економіка зростала, викликала ризик перегрівання економіки та збільшення інфляції. У 1947 р. ФРС запровадила прив'язку до ставки казначейських векселів. Однак Міністерство фінансів наполягало на тому, щоб ФРС встановлювала мінімальну ціну державного боргу, визначивши верхню межу його прибутковості. До початку Корейської війни в червні 1950 р. керівники ФРС розглядали досвід Другої світової війни через призму контролю цін і придушення інфляції, але не хотіли повторювати цей досвід у період Корейської війни. У 1951 р. Міністерство фінансів погодилося припинити попередню домовленість і укласти нову Угоду, що дало змогу ФРС самостійно встановлювати процентні ставки, якщо це необхідно для досягнення економічної стабільності. ФРС залишається незалежною з 1951 р., проводячи монетарну політику для підтримки економічної стабільності, не реагуючи на короткостроковий політичний тиск.

«Більш глибоке питання полягає в тому, чому ФРС дотримувалася цього режиму цільової зони щодо цін і процентних ставок відразу після Другої світової війни, але не в інші періоди. ... Пояснення криється у сприйнятті політиками загроз фінансовій стабільності. Після Другої світової війни вищі процентні ставки вважалися загрозою для стабільності банківської системи. Лише після того, як у 1950-х роках рівень ризику банків на ринку облігацій був знижений, політика була переорієнтована на інші цілі. Наш аналіз банківських портфельів свідчить про те, що побоювання щодо стабільності банківської системи, можливо, були перевищені. Але залишається правдою, що занепокоєння щодо фінансової стабільності, яке виникло у спогадах про повсюдне банкрутство банків у 1930-х роках, дає пояснення особливої політики, яку проводили після Другої світової війни» [7, с. 200].

Саме в рамках такої взаємодії ФРС утримувала низькі процентні ставки за кредитами, підтримуючи фондовий ринок, на якому розмішувалися облігації воєнної позики уряду США. (Хоча глава ФРС М. Екклес вважав за краще підвищити податки). Одночасно дослідники звертали увагу на надмірну бюрократизацію такої спільної монетарної політики та її побічні ефекти. Загалом американський підхід полягає у посиленні впливу урядової політики боротьби з інфляцією, в тому числі, адміністративний контроль за ціноутворенням (Rent Control), за яким спостерігала спеціальна державна установа (Office of Price Administration), персонал якої вдвічі перевищував чисельність працівників міністерства фінансів), широке використання рецептів теорії монетарному (вплив процентної ставки) тощо. Сьогоднішні лиха, (навіть без врахування наслідків війни проти України) на думку деяких експертів, вимагають аналогічних кроків [8].

Проте в цих працях по-перше, розглянуто все ж таки періоди до встановлення новітньої пост-Бреттон-Вудської світової монетарної системи та запровадження системи інфляційного таргетування, а, по-друге, вони стосуються монетарної політики США, валюта якої має особливий статус, що ві-

дображається на можливостях та інструментах реалізації монетарної політики. Невипадково відомий аналітик в галузі геополітики Дж. Фрідмен говорить про «зброєподібність» американської валюти («weaponized dollar»), вважаючи її «можливо самою могутньою зброєю у світі», за допомогою якої США створюють «коаліцію з країнами, які знаходяться далеко від місця бойових дій, але близько до долара» (наприклад, з Японією) [9]. І якщо війна проти України буде інтенсифікуватися, ФРС буде використовувати цю «зброю», шляхом подальшого зменшення процентних ставок та повернення до політики кількісного пом'якшення для забезпечення економічної активності [10].

Не становить великої цінності досвід «військової монетарної економіки» країн Близького Сходу: періоду Ірано-Іракської війни 1980–1988 рр. або Афганістану, Іраку, Сирії першої декади XXI ст. Це обумовлено неринковим характером їх економіки. Зокрема, в шиїтському Ірані домінувала фіскальна складова монетарної політики, яку деякі дослідники назвали навіть «фінансовою репресією», – з суттєвими обмеженнями щодо валютних трансакцій, руху капіталу, грошових розрахунків тощо [11, с. 25]. Додатковим фактором було широке використання принципів «ісламського банкінгу». Аналогічні підходи характерні для інших ісламських держав регіону.

У цьому контексті корисним мог би бути досвід Ізраїлю, який перебуває в стані воєнної готовності вже багато десятиріч. Але саме внаслідок такої тривалої дії фактично військового стану монетарна політика центрального банку враховує відповідні ризики в режимі нормального функціонування (*business as usual*). Результати відповідного аналізу показують, що вплив грошей на мінливість виробництва значно зменшується під час періодів відновлення кризи. Проте, здається, що змінні величини не залежать безпосередньо від грошових змін, а переважно пояснюються шоками грошово-кредитної політики та цінової націнки в короткостроковому та довгостроковому періодах [12, с. 26].

Не дуже придатним видається досвід Радянського Союзу в період афганської війни 1980–1989 рр. Цей період характеризувався збільшенням бюджетних витрат (у т. ч. за рахунок прямого кредитування Госбанку та депозитів Сбербанку СРСР, внаслідок чого, як відомо, відбулося заморожування і «зникнення» цих депозитів) та нарощуванням т. зв. «інфляційної завіси» – тобто не забезпеченою товарами грошової маси. За ринкових умов це має призвести до інфляційного зростання цін, але, за крилатою фразою тодішнього керівника Госбанку В. С. Алхімова – «в СРСР інфляція заборонена», отож внаслідок цього зникли товари з продажу (хоча й за сталими цінами). Теоретично це все добре описав відомий угорський економіст Я. Корнаї в монографії «Економіка дефіциту». Тобто в результаті була «подавлена інфляція» (*repressed inflation*), яка за перших ознак економічної лібералізації кінцевого періоду Перебудови перетворилась спочатку на «галопуючу інфляцію», а потім на гіперінфляцію 1992–1993 рр.

Отже, щодо монетарної політики в умовах війни фактично можна використати лише досвід країн колишньої Югославії. Після руйнування старої комуністичної структури югославська валюта впала, оскільки інші колишні республіки – тепер незалежні країни – відмовилися від неї, а Сербія намагалася її зберегти. У 1992 р., коли режим Белграду почав друкувати додаткові динари для виплати заробітної плати державним службовцям і пенсіонерам, у Сербії вибухнула гіперінфляція. У розпал кризи ціни зростали на 2 відсотки щогодини. Гроші були практично нікчемними, і серби обмінювалися товарами або обмінювали будь-яку стабільну тверду валюту (наприклад німецькі марки), яку вони заощадили. До кінця 1994 р. половина населення витратила від 66 до 100% заробітку своєї сім'ї лише на їжу. Повсякденне існування для багатьох було проблемою. Втім, з огляду на те, що у Балканській війні Сербія була агресором або стороною, яка підтримувала сепаратистів, для України більш цінним є досвід Хорватії [13]. Нещодавно (в середині грудня 2021 р.) його розглядали на науковій конференції, яка була присвячена 30-річчю монетарної політики Центрального банку Хорватії. Принагідно згадувалося не тільки про посилення співпраці та координації дій центрального банку та міністерства фінансів, а й про «посилення жорсткості монетарної політики», яка була здійснена «не за підручником». Разом із запровадженням «квазі-фіксованого валютного курсу» (який не тільки використовується до цього часу, але, за словами Голови ЦБХ Б. Вуйчича, буде зберігатися до моменту приєднання Хорватії до зони функціонування євро) – це дозволило вгамувати зростання інфляції [14].

Натомість **війна проти України створила зовсім нову ситуацію**, яка поставила перед дилемою навіть Європейський центральний банк. У передвоєнний період в ЄС було досягнуто консенсусу щодо стратегії зростання, яка базувалася на «зеленій економіці», цифровій модернізації та промисловій політиці, що давала відповідь на нові геополітичні та технологічні виклики конкурентів, а також на реформуванні податкової системи. Але війна зламала ці плани, руйнуючи «ланцюжки постачання» (*supply chains*) і створюючи загрози фінансовій стабільності.

Таким чином, довелось забути про оптимістичні прогнози ЄЦБ щодо загальноєвропейського економічного зростання в цьому році і ЄЦБ вимушений поки що ухилятися від стратегічних рішень, надавши перевагу більш гнучким підходам [15]. Війна повністю змінила економічну ситуацію і ЄЦБ замість того, щоб визначити свій графік виконання програми підтримки економічного зростання, вимушений готуватися до реалізації усіх можливих сценаріїв [16]. Як зауважив головний економіст міжнародної аудиторської компанії SRM, відомий фахівець з питань монетарної політики Дж. Брусель (*Joseph Brusuelas*): «Скоріше за все, ми досягнемо поворотного пункту тоді, коли зростаюча інфляція почне визначати економічний наратив на кілька років наперед. Це може вимагати значно вищих процентних ставок, ніж ті, які спостерігалися останніми роками та зменшить можливості центральних банків забезпечити м'яку посадку для економіки» [17]. Втім, на його думку, зовсім

не обов'язково запроваджувати адміністративний контроль цін, оскільки, як показав досвід початку (арабське ембарго на поставки нафти) та кінця 1970-х років (Ісламська революція в Ірані) – контроль за цінами на нафтопродукти виявився контрпродуктивним. І взагалі об'єднана Європа, за словами французького президента Е. Макрона, має дати консолідовану відповідь на цей шок [18].

Звісно, не можна оминати увагою заходи монетарної політики Росії, яка, зокрема, заздалегідь потурбувалася про збільшення частки «жовтого металу» в загальних золото-валютних резервах і зменшення доларової частини їх валютної компоненти (нарошуючи обсяги резервів в інших валютах, насамперед у китайських юанях). З початком військових дій на території України нова фінансова (в широкому сенсі) політика РФ полягала в значному обмеженні операцій з капіталом, запровадженні обов'язкового продажу 80% валютних надходжень експортерів та фактичному припиненні обміну рублів на іноземну валюту для фізичних осіб та обмеження можливості зняття валютної готівки з їх банківських рахунків (сумою в 10 тисяч доларів). Тобто, «рубль фактично припинив бути вільно конвертованою валютою і його курс став маніпулятивним» [19].

Після початку війни фактично виник дворівневий ринок російського рубля: нерезиденти торгували з нерезидентами, а резиденти – лише з резидентами. На першому рівні (offshore market) курс рубля в середньому на 10–15% нижчий, ніж на другому (onshore market). За таких умов обсяг торгів на валютному ринку Мосбіржі за березень зріс на 28,6% (до 41 трлн руб.)

Більшість експертів оцінювали таке зміцнення курсу рубля як таке, що має тимчасовий характер та досягнуте занадто дорогою ціною. Як образно висловився керівник ЦБ Латвії М. Казакс (*Mārtiņš Kazāks*): «Можна розбити вікна, відключити опалення та зробити вигляд, що прийшло літо». Втім, це не змінить того факту, що «інструменти, якими користуються для підтримки рубля, перетворюють його на валюту «потемкинської деревни» (як не менш образно зауважили в агентстві Reuter) [20]. Штучне завищення курсу рубля (нагадаємо, що в СРСР він становив в різні роки від 90 до 54 копійок за долар за курсу «чорного ринку» у 10-15 рублів), означало запровадження спеціального «податку» на всіх утримувачів російських рублів, які бажали і надалі купувати імпортні товари [21]. Підтримання такого штучного курсу обійшлося ЦБ РФ (на кінець березня 2022) майже у 40 млрд дол., витрачених на валютні інтервенції.

На маніпуляційний характер курсу рубля звернув увагу прем'єр-міністр Польщі М. Моравецький (*Mateusz Jakub Morawiecki*), вказавши, що, незважаючи на жорсткі санкції з боку західних країн курс рубля (який спочатку війни значно знизився) невдовзі майже відновитися (піднявшись з рівня 153 рублів за 1 долар, до позначки 83 рублів) і був доволі стабільним, що свідчило лише про те, що, на його думку, «Путін та його оточення змогли змінити фінансову політику, грошово-кредитну політику, фінансову політику таким чи-

ном, щоб вони були повною мірою несприйнятливі до санкцій... принаймні протягом наступних кількох місяців» [22].

Крім того, російська влада розраховувала досягти підвищення попиту на свою валюту шляхом запровадження оплати в рублях поставок природного газу за кордон (так звані, «недружнім державам»). За цим задумом покупці газу мали шукати рублі на світовому ринку. А оскільки пропозиція рубля на світовому ринку невелика, то їм доведеться або купувати їх у ЦБ Росії за завищеним курсом, або вимагати пом'якшення санкцій для збільшення західного експорту до Росії. Але більшість валютних ділків уникало трансакцій із сумнівною валютою, а оскільки західні країни рішуче й одногосно відмовилися змінювати «валюту платежу» за довгостроковими контрактами, то все звелось до того, що покупці все ще перераховували платежі в доларах та євро, а російські банки здійснювали їх конвертацію в рублі, які перераховувалися «Газпрому». Тобто на практиці все звелось до встановлення персонально для «Газпрому» 100-відсоткової цесії валютних надходжень від західних споживачів.

З огляду на це зауважимо, що твердження деяких експертів щодо професіоналізму дій команди Е. Набіулліної (керівника ЦБ РФ) можна серйозно сприймати лише з уточненням, що йдеться про неринковий професіоналізм радянського типу. Вочевидь, що після скасування адміністративних заборон курс рубля неминуче обвалиться, поховавши під собою надії на його перетворення на альтернативну світову валюту (поряд з китайським юанем).

Крім того, суттєвим прорахунком «професіоналів з Неглінної» була впевненість у тому, що західні санкції не стосуватимуться активів ЦБ Росії (хоча такі прецеденти вже були у світовій практиці).

Інші, або саме **ринкові підходи, були максимально збережені в Україні**. Тим не менш, як заявив заступник Голови Нацбанку С. А. Ніколайчук, керівництво центробанку відмовилось від лексичної, ортодоксальної політики таргетування інфляції, розуміючи обмеження впливу ключової процентної ставки, вимушено все ж таки запровадило певні адміністративні обмеження (зокрема, це стосується запровадження фіксованого офіційного курсу гривні). Загалом монетарна та пруденційна політика Нацбанку спрямована на забезпечення безперервного функціонування банківської системи, а тому вимушені обмеження будуть поступово скасовувати після завершення війни [23].

Завдяки такому підходу через місяць після початку війни темпи інфляції (2,1% – за березень або 11,1% – в річному вимірі) перевищували довоєнні прогнози (9,2% – в річному вимірі) з незначним відхиленням, яке Голова Нацбанку України оцінював як помірковане, незважаючи на війну.

Для України важливий як внутрішній аспект монетарної політики (емісійна діяльність Національного банку), так і зовнішній (у т. ч. пов'язаний з відносинами з Міжнародним валютним фондом).



Як засвідчує світовий досвід, забезпечення цінової стабільності все ще є якщо не єдиною, то найбільш важливою ціллю монетарної політики (в тому числі в кризових ситуаціях гуманітарної та військової небезпеки), яку можна досягти в межах одного з чотирьох монетарних режимів: 1) монетарного таргетування, 2) таргетування валютного курсу, 3) інфляційного таргетування або 4) реалізації монетарної політики з множиною цілей без очевидного номінального якоря. Саме через вибір монетарного режиму центральні банки впливають на «ціну грошей», які є визначальним фактором ринкової економіки.

Сама «ціна грошей» має два виміри – внутрішній та зовнішній.

Внутрішній вимір обумовлює розвиток процесів інфляції / дефляції, які прямо впливають на перерозподіл ВВП між окремими економічними агентами та групами населення, рівень зайнятості тощо – тобто визначають рівень економічної нерівності, а отже, соціальної напруги в середині суспільства.

Зовнішній вимір визначає курс національної валюти та його динаміку і впливає на розвиток галузевої структури економіки (експортери-імпортери), співвідношення між вітчизняними та іноземними інвесторами, рівень зовнішньої заборгованості – що визначає рівень міжнародної конкурентоспроможності вітчизняної економіки, місце України в глобальній економіці та ступінь її економічної залежності від іноземних держав, транснаціональних корпорацій / банків та міжнародних фінансових організацій.

Таким чином, вибір стратегічного напрямку монетарної політики, її інституціональне забезпечення та ступінь узгодженості з економічною політикою уряду (насамперед з її фіскальною складовою) – це важливі елементи національної безпеки, що торкаються інтересів не тільки економічних агентів, а й окремих громадян.

У довоєнний період критика з боку багатьох вітчизняних незалежних експертів була спрямована на те, що Нацбанк України ігнорував не тільки багаточисельні зауваження вітчизняних експертів, а й досвід ЄЦБ і грошово-кредитної політики країн ЄС (що суперечить євроінтеграційному напрямку політики України), маючи на увазі, що єдина мета Нацбанку в монетарному регулюванні – боротьба з інфляцією. Для виправдовування такого підходу часто роблять посилання на законодавчо визначені цілі діяльності НБУ: в Конституції (ст. 99) основною функцією визначено забезпечення стабільності грошової одиниці (гривні). Пояснення щодо сутності такої стабільності надається лише в Законі про Національний банк: ст. 6 Закону визначає, що «при виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі».

Національний банк у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності, в тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі, визначеної у частині другій цієї статті.

Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених у частинах другій та третій цієї статті». Посилаючись на ці положення, в Нацбанку вважають, що сприяння економічному зростанню фактично не належить до їхньої компетенції, оскільки першу мету (цінову стабільність) вони ще не досягли, незважаючи на те, що повна стабільність цін а) малоімовірно, що буде досягнута в сучасній економіці, б) значне гальмування інфляції, а тим більше дефляція негативно позначаються на економічних процесах, а головне в) стабілізувати ціни неможливо без економічного зростання (тобто це взаємопов'язані процеси).

Нацбанк України не бере до уваги й іншу очевидну річ: сучасні гроші мають такий характер, що їх стійкість визначається не тільки монетарними чинниками, обсягом емітованої в обіг грошової маси, а й умовами, які безпосередньо визначають товарні ціни, минаючи вплив на грошову масу. До таких умов належать, наприклад, монополізм і коливання курсу національної валюти. І якщо інфляція зростає в результаті дії цих чинників, то гасити її за рахунок стиснення грошової маси, що постійно робить Нацбанк, означає неминуче гальмувати економічне зростання без будь-якого ефекту щодо стабілізації цін. Така антиінфляційна політика може зумовити економічне спадання та кризу.

В умовах воєнного стану ситуація докорінно змінюється і Нацбанк повинен коригувати свої підходи щодо забезпечення стійкості національної валюти. Пріоритетним має бути завдання щодо утримання інфляції у встановлених межах. Стабільність валютного курсу в воєнних умовах можна забезпечити шляхом «квазі-фіксованого курсу», тобто утриманням його від різких коливань шляхом валютних інтервенцій, а також через запровадження більш жорсткого контролю за валютними операціями та певними обмеженнями експортно-імпорتنих операцій з боку уряду. Варто враховувати, що мета забезпечення економічного зростання у воєнний період втрачає свою традиційну актуальність у зв'язку з такими факторами: 1) зміна структури виробництва в напрямку посилення оборонних галузей та 2) значна міграція робочої сили (біженців за кордон та внутрішньо переміщених осіб, чисельність яких вже на третій тиждень війни досягла, відповідно, 3 та 4 млн. осіб [24], а також безпосереднього залучення працездатних чоловіків до ЗСУ та підрозділів територіальної оборони). У зв'язку з цим, особливого значення набуває імпорту життєво необхідної продукції («критичний імпорту»). У зв'язку з цим, Уряд Постановою КМУ від 13.03.2022 № 266 оновив Перелік товарів критичного імпорту (затверджений постановою Кабміну від 24.02.2022 № 153), додавши до нього товари (зокрема, воду (мінеральну й газовану), ферментовані або сквашені молочні продукти, сіль, тютюнову сировину, сировину для виробництва товарів легкої промисловості, медицини). Також до списку увійшли товари, необхідні для промисловості та будівництва, як-от: полімери, засоби для спалювання та зварювання металів, скло, металоконструкції тощо [25]. Вочевидь, що надалі цей перелік буде поповнюватися також іншими товарами, в т. ч. промислового значення.

ня. А для забезпечення «критичного імпорту» Національний банк України повинен збільшити свої валютні резерви.

Як відомо, МВФ змінив формат переговорів з Україною з «реформ» на «кризовий менеджмент» [26] і вже здійснив певні кроки щодо підтримки спроможності Нацбанку України здійснювати ефективну грошово-кредитну політику. Зокрема, Фонд перерахував Україні 1,4 млрд дол за програмою екстреної підтримки (*Rapid Financing Instrument*) [27], якої, на думку експертів, може вистачити на перший місяць підтримки грошово-кредитної політики НБУ щодо протидії девальвації гривні. Надалі очікується допомога ще приблизно в 15 млрд дол. Можливий також варіант переказу Україні з боку західних партнерів частини СПЗ, які вони отримали в результаті останнього розподілу 600 млрд раніше емітованих СПЗ: така практика була вже започаткована щодо найбільш бідних країн і зараз було б логічно включити до цієї програми Україну. Для цього, звісно, необхідні певні дипломатичні зусилля. Економічна дипломатія також могла би спробувати вирішити питання списання (або відтермінування) боргів України перед МВФ. Як варіант можна запропонувати заміщення попередньої угоди про отримання коштів МВФ Нацбанком на угоду типу «своп» (тобто передачу до Фонду відповідної еквівалентної суми в гривнях). Такі дії мають стосуватися лише коштів, які були зараховані до резервів Нацбанку, а не до бюджету України (щоб іноземні інвесторів навіть не мали підозри щодо можливості суверенного дефолту України, що призвело б до значного погіршення умов залучення коштів на ринку єврооблігацій).

Уряд все ще залучав кошти в порядку розміщення воєнних облігацій. Зокрема, на аукціоні, що відбувся 15.03.2022, Міністерство фінансів розмістило облігації строком на 1 рік на суму 4,85 млрд грн, а також облігації в іноземній валюті на майже 12 млн дол. США. Це збільшило загальний обсяг державних запозичень на ринку за цим інструментом до майже 20 млрд грн. Крім того, 20 млрд військових облігацій у гривні придбав Національний банк.

Валютний ринок України все ще функціонує з огляду на обмеження, впроваджених на період дії воєнного стану. Національний банк України щоденно проводить операції з купівлі та продажу доларів США з банками. Купівля безготівкового долара США у банків здійснюється за офіційним курсом, а його продаж банкам – за офіційним курсом, збільшеним на 1%. З огляду на незначне переважання попиту на іноземну валюту з боку клієнтів банків над її пропозицією (з урахуванням встановлених обмежень), сальдо операцій НБУ з купівлі-продажу іноземної валюти за тиждень 7-12.03.2022 було від'ємним (-266 млн дол. США та -74 млн євро), що частково скоротило позитивне сальдо операцій НБУ на валютному ринку за період з початку воєнних дій. Офіційний курс гривні до долара США незмінний на рівні 29,25 грн за дол. США [28].

Обсяг операцій на валютному ринку України на кінець березня 2022 р. порівняно з моментом початку повномасштабного вторгнення Росії скоротився у п'ять разів (з 500–700 млн дол. на день до 100–200 млн дол.). Причому 75% загального попиту було пов'язано з операціями фізичних осіб з банків-

ськими картками (переважно – витрати біженців за кордоном), а 25% – з оплатою критичного імпорту (переважно зброї та палива) [29]. Поступово Нацбанк зафіксував покращення ситуації на валютному ринку, зокрема скорочення спреду між офіційним курсом та курсом готівкового ринку: якщо на початку війни курс у пунктах обміну сягав 40 грн за 1 долар, то за місяць готівковий курс стабілізувався в межах 31,6–32,0 грн. У зв'язку з цим НБУ розглядав питання щодо поступового послаблення адміністративних обмежень (розширення переліку транскордонних переказів, скорочення строків платежу за експортно-імпортними операціями тощо). Станом на 1 квітня 2022 р. міжнародні резерви України становили 28,1 млрд дол., що на 2% більше, ніж у попередньому місяці. Резерви зросли насамперед завдяки надходженню фінансування від міжнародних партнерів, яке компенсувало продаж валюти Національним банком та платежі з обслуговування державного боргу.

З огляду на таку ситуацію вважаємо, що Національний банк міг би залучати додаткові валютні кошти у комерційних банків України (за рахунок валютних депозитів юридичних та фізичних осіб, процентні ставки за якими могли б зрости до рівня, що близький до вартості суверенних запозичень України на єврокредитному ринку). А валютні депозити лише фізичних осіб (тобто ті, які можуть бути запозичені без значної шкоди для економіки) становлять (в еквіваленті) більше 300 млрд грн.

## Висновки

Згідно з положенням К. фон Клаузевіца про те, що «війна – це продовження політики іншими заходами», можна сказати, що «монетарна політика воєнного часу – це монетарна політика мирного часу в нових умовах».

Як зазначив Голова Нацбанку України К. Шевченко, швидкому переходу до монетарної політики воєнного часу допоміг досвід попереднього використання адміністративних обмежень, а подальшу стабільність забезпечувала здорова макроекономічна політика: невеликий бюджетний дефіцит, скорочення боргового навантаження, контроль над інфляційними очікуваннями, плаваючий валютний курс і значні валютні резерви (на початок війни вони становили 31 млрд дол. США, а на кінець квітня – 27 млрд дол. США)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> National Bank of Ukraine's Shevchenko: « We will work until Ukraine has victory» // Euromoney, 29 April, 2022 – URL: [https://www.euromoney.com/article/2a0nlq78oztufzw703vuo/banking/national-bank-of-ukraines-shevchenko-we-will-work-until-ukraine-has-victory?LS=Adestra3248116\\_&utm\\_campaign=Top%20Stories%20%E2%80%93%20weekly\\_2022-04-29&utm\\_source=Top%20Stories%20%E2%80%93%20weekly&utm\\_medium=email+editorial&utm\\_term=National%20Bank%20of%20Ukraine%E2%80%93%20Shevchenko%3A%20%E2%80%93%20We%20will%20work%20until%20Ukraine%20has%20victory%E2%80%93&utm\\_content=Editorial](https://www.euromoney.com/article/2a0nlq78oztufzw703vuo/banking/national-bank-of-ukraines-shevchenko-we-will-work-until-ukraine-has-victory?LS=Adestra3248116_&utm_campaign=Top%20Stories%20%E2%80%93%20weekly_2022-04-29&utm_source=Top%20Stories%20%E2%80%93%20weekly&utm_medium=email+editorial&utm_term=National%20Bank%20of%20Ukraine%E2%80%93%20Shevchenko%3A%20%E2%80%93%20We%20will%20work%20until%20Ukraine%20has%20victory%E2%80%93&utm_content=Editorial)

Аналіз досвіду монетарної політики в умовах війни засвідчує відсутність якогось певного, загально прийнятого (і загально прийнятного) стандарту, а тому скоріше можна говорити про необхідність опрацювання в таких умовах власної, індивідуальної (те що називають – *taylor-made*), придатної для конкретної ситуації монетарної політики, яка тим або іншим чином (тобто як позитивний або негативний приклад) враховувала би досвід інших країн.

Досвід багатьох країн, як і теоретичні висновки відомих дослідників, засвідчують, що ще під час воєнного стану необхідно розпочати підготовку до післявоєнного відновлення економіки. Зокрема, автори спеціальної доповіді для Американського агентства міжнародного розвитку (*USAID*), які розглянули багато прикладів післявоєнного економічного відродження – від плану Маршалла до відновлення Іраку, – виокремили основні принципи успішного відновлення економіки, серед яких важливі місця займають такі:

- підготовку до післявоєнного періоду розвитку потрібно розпочинати заздалегідь, коли збройний конфлікт ще триває, та залучати до участі в цій роботі різних спонсорів, а також представників національних організацій, які відіграють певну роль у майбутньому післявоєнному уряді;
- новий післявоєнний уряд та існуючі донори мають бути добре інтегровані та структуровані для того, щоб мати можливість досягти поставлених цілей без розпалювання політичних розбіжностей;
- навіть на початкових стадіях відновлення важливо, щоб економічне зростання та створення нових робочих місць забезпечувалися насамперед завдяки лідерству приватного сектору, а не за рахунок державних витрат;
- перші програмні кроки відновлення потрібно концентрувати на вирішенні ключових політичних та соціальних проблем, зокрема програмах соціальної допомоги для вразливих груп населення та привілеях для ветеранів війни, щоб дати їм реальну можливість зайняти гідне місце в новому суспільстві;
- політика модернізації має охоплювати надання повної та правдивої інформації, що забезпечить довіру з боку інвесторів та донорів;
- пріоритети відновлення та заходи, які вимагатимуть багато часу, потрібно визначити на початку здійснення програми;
- економічне відродження необхідно використати для здійснення необхідних політичних реформ та інституційних змін, оскільки після зникнення цього «вікна можливостей» їх реалізація може бути значно ускладнена або взагалі неможлива [30, 9].

Це також стосується монетарної сфери, що підтверджує поширення практики проведення післявоєнних грошових реформ: не тільки після Першої

та Другої світових воєн, а й після Балканської та Близькосхідних воєн. В останньому випадку саме обмежений та / або запізнілий характер грошової реформи можна вважати однією з причин пригнобленого стану післявоєнної економіки [31], [32], [33].

Таким чином, монетарна політика воєнного та післявоєнного періодів повинна становити єдине ціле, а перемога в монетарній сфері формується одночасно з військовою перемогою.

### Список використаної літератури

1. O'Brien, P., & Palma, N. (2022). *The wartime power of central banks: Lessons from the Napoleonic era*. VOX-CEPR. <https://voxeu.org/article/wartime-power-central-banks>
2. Габитова, А. Ф., & Буга, С. В. (2019). *Экономика :учебник для военных вузов*. Питер.
3. Викулов, С. Ф. (2018). *Военная экономика: учебник*. ВА РБ.
4. Friedman, M., & Schwartz, A. J. (2008). *A monetary history of the United States, 1867–1960* (Vol. 14). Princeton University Press.
5. Friedman, M. (1952). Price, income, and monetary changes in three wartime periods. *The American Economic Review*, 42(2), 612–625.
6. Rockoff, H. (1981). Price and wage controls in four wartime periods. *The Journal of Economic History*, 41(2), 381–401.
7. Eichengreen, B., & Garber, P. M. (1991). Before the accord: U.S. monetary-financial policy, 1945-51. In R. G. Hubbard (Ed.), *Financial Markets and Financial Crises* (pp. 175-206). University of Chicago Press.
8. Stein, D. (2021). *Wartime wisdom to combat inflation*. Democracy. <https://democracyjournal.org/arguments/wartime-wisdom-to-combat-inflation/>
9. Friedman, G. (2022). *Learning lessons from the war in Ukraine*. Geopolitical Futures. <https://geopoliticalfutures.com/learning-lessons-from-the-war-in-ukraine/>
10. Manason, P. (2022). Ukraine: War, oil, inflation and monetary policy. *Bangkok Post*. <https://www.bangkokpost.com/business/2270255/ukraine-war-oil-inflation-and-monetary-policy>
11. Jbili, A., Kramarenko, V., & Bailén, J. (2007). *Islamic Republic of Iran: Managing the transition to a market economy*. International Monetary Fund.

12. Benchimol, J. (2016). Money and monetary policy in Israel during the last decade. *Journal of Policy Modeling*, 38(1), 103–124. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.12.007>
13. Škreb, M. (1998). Economic transition in Croatia: An insider's view. *SAIS Review (1989-2003)*, 18(2), 71–88. <https://www.jstor.org/stable/45345790>
14. Croatian National Bank. (2021). *30 years of the CNB's monetary policy*. <https://www.hnb.hr/en/-/30-godina-monetarne-politike-hnb-a>
15. Duguid, K., Arnold, M., & Steer, G. (2022). Will the Ukrainian crisis alter the ECB's monetary policy stance?. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/a1a139d4-4b81-47dc-9862-fe7bb10e9b6e>
16. Ashworth, M. (2022). Wartime economy freezes ECB's retreat from quantitative easing. *Bloomberg*. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-03-08/ecb-is-the-first-major-central-bank-to-wrestle-with-the-wartime-economy>
17. Brusuelas, J. (2022). *Life during wartime: Inflation, price controls and economic conflict*. The Real Economy Blog. <https://realeconomy.rsmus.com/life-during-wartime-inflation-price-controls-and-economic-conflict/>
18. Mollet, F., & Riekeles, G. (2022). *Europe must prepare for a wartime economy*. European Policy Centre. <https://www.epc.eu/en/Publications/Europe-must-prepare-for-a-wartime-economy~475b94>
19. Kalwasinski, M. (2022). *How Russia is manipulating the ruble rate* [in Polish]. Bankier.pl. <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Jak-Rosja-manipuluje-kursem-rubla-8308086.html>
20. Treeck, J., & Rosca, M. (2022). *How Russia's vigorous ruble defense could backfire*. Politico. <https://www.politico.eu/article/how-russias-vigorous-ruble-defense-could-backfire/>
21. Miller, Ch. (n.d.). *Russia's ruble dips to new lows, but Moscow is managing*. The German Marshall Fund of the United States. <https://www.gmfus.org/news/russias-ruble-dips-new-lows-moscow-managing>
22. Українська правда. (2022). *Прем'єр Польщі вважає, що РФ «досить скоро» спробує захопити третину України*. <https://www.pravda.com.ua/news/2022/03/31/7336154/>
23. Аналітичний центр CASE Україна. (2022, квіт. 8). *Фінансова система України в умовах війни: Чи готові банки кредитувати?* <https://case-ukraine.com.ua/publications/finansova-systema-ukrayiny-v-umovah-vijny-chy-gotovi-banky-kredytuvaty/>

24. Лібанова, Е. (2022, бер. 18). Війна з Росією: як дати роботу біженцям і що робити після. *Дзеркало Тижня*. <https://zn.ua/ukr/SOCIUM/vijna-z-rosijeju-jak-dati-robotu-bizhentsjam-i-shcho-robiti-pislja.html>
25. Постанова КМ України від 13 березня 2022 р. № 266. Про внесення змін у додаток до постанови Кабінету Міністрів України від 24 лютого 2022 р. № 153. <https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-vnesennya-zmin-u-dodatok-do-postanovi-kabinetu-ministriv-u-krayini-vid-24-lyutogo-2022-r-153-266>
26. Georgieva, K. (2022). *Comments on Ukraine by IMF MD Georgieva at FT Climate Capital Conference. Transcript*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/09/tr030822-comments-on-ukraine-by-imf-md-georgieva-at-ft-climate-capital-conference>
27. International Monetary Fund. (2022). IMF staff statement on the economic impact of war in Ukraine. *Press release no. 22/61*. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/03/05/pr2261-imf-staff-statement-on-the-economic-impact-of-war-in-ukraine>
28. Данилишин, Б. (2022, бер. 17). *Яка ситуація у фінансовому секторі і на валютному ринку України*. Економічна правда. <https://www.epravda.com.ua/columns/2022/03/17/684180/>
29. Економічна правда. (2022, бер. 31). *Обіг валютного ринку скоротився в 5 разів – НБУ*. <https://www.epravda.com.ua/news/2022/03/31/685007/>
30. Lewarne, S., & Snelbecker, D. (2004). *Economic governance in war torn economies: Lessons learned from the Marshall Plan to the reconstruction of Iraq*. The Services Group.
31. Farzin, Y. H. (1995). Foreign exchange reform in Iran: Badly designed, badly managed. *World Development*, 23(6), 987–1001.
32. Baker, M. (2002). *Afghanistan: Currency reform may restore trust*. Radio Free Europe/Radio Liberty. <https://www.rferl.org/a/1100821.html>
33. Inter Crim Press. (2008, Apr. 3). *IRAQ: Waiting for monetary reform*. <https://www.icpress.ru/en/news/15221/>

Стаття отримана: 12 квітня 2022.  
Стаття рецензована: 22 квітня 2022.  
Стаття прийнята: 30 квітня 2022.