



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.003>

УДК 336.71 336.74

JEL: E42, E52, E58

**Б.М. ДАНИЛИШИН**, д-р екон. наук, проф., академік НАН України,  
заслужений діяч науки і техніки України,  
завідувач кафедри регіоналістики і туризму  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»  
просп. Перемоги, 54/1, 03057, Київ, Україна  
e-mail: Bohdan.Danylyshyn@bank.gov.ua  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4058-1191>

## ЕКОНОМІЧНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ У ПЕРІОД ВОЄННОГО СТАНУ: ТАКТИКА ЕВОЛЮЦІОНІЗМУ І МОДЕРНІЗАЦІЯ

*Проаналізовано особливості реалізації монетарної політики в умовах воєнної економіки, зокрема, фундаментальні перешкоди, які знижують ефективність традиційних монетарних інструментів. Сформульовано за результатами узагальнення теоретичних засад і світового досвіду монетарного регулювання економіки дизайн монетарної політики для умов воєнного стану в Україні із зміщенням пріоритетів з інфляційних цілей до завдань підтримання сукупного попиту.*

**Ключові слова:** монетарна політика; воєнний стан; макроекономічна стабільність; інфляція; обмінний курс.

Розробка Плану відновлення України і залучення до його підготовки багатьох учасників ставлять завдання формування не тільки нової, модернізованої економіки, а й надійного її інституційного фундаменту. Президент В. Зеленський чітко зазначив, що «ми відбудуємо Україну як сильну, заможну, технологічну країну». Благородне завдання і висока мета, і щоб їх досягти, треба чітко бачити майбутнє, а також мати цілісний аналіз минулого, щоб не повторити тих самих помилок.

Монетарна політика в процесі повоєнного відновлення економіки повинна не тільки відігравати роль стабілізатора, але й забезпечувати сприятливі умови для ефективного фінансового посередництва і продуктивного використання наявних заощаджень у економічному обороті країни. Композиція опцій монетарної політики з контролю за грошовою пропозицією і за-

Ц и т у в а н н я: Данилишин Б.М. Економічні трансформації у період воєнного стану: тактика еволюціонізму і модернізація. *Економіка України*. 2022. № 10. С. 03—14. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.003>

безпечення макрофінансової стабільності в умовах дії безпрецедентних шоківих факторів воєнно-політичного характеру є предметом дискусії науково-експертного середовища.

Отже, **мета статті** — систематизувати підходи до вибору цілей, напрямів і важелів монетарної політики для періоду структурної кризи, згенерованої війною, й на їх основі обґрунтувати релевантні рекомендації для монетарної та економічної політики України за умов воєнного стану.

## ПРОБЛЕМИ ДОВОЄННОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Після першої війни з РФ у 2014—2015 рр. економіка України опинилася в масштабній економічній кризі — валютній, банківській, а згодом і суверенного боргу. Після цього Уряд України взяв курс на максимальну лібералізацію системи державного регулювання економіки: режим фіксованого обмінного курсу було замінено гнучким курсоутворенням, монетарну політику переорієнтовано на досягнення інфляційних цілей, а державні видатки Уряд зобов'язався кардинально скоротити для зниження частки держави в економіці. Проте ефективність усіх трьох напрямів реформ виявилася сумнівною з позицій сьогодення, оскільки їх проведення фактично ослабило країну напередодні майбутніх екстраординарних викликів:

- 1) зниження частки держави в економіці ослабило обороноздатність країни;
- 2) інфляційне таргетування ослабило інститут фінансового посередництва і призвело до кредитного голоду в реальному секторі економіки;
- 3) гнучке курсоутворення спричинило колосальні втрати економіки в період різких змін потоків міжнародного капіталу, після чого динаміку валютного курсу довелося більш інтенсивно коригувати інтервенціями;
- 4) держава втратила контроль над стратегічними галузями і послабила свої позиції у рентних відносинах.

Чому так сталося? Тому, що всі окреслені напрями реформ не враховували специфічних обставин, у яких опинилась Україна, а саме:

- продовження агресивної політики з боку РФ (адже війна фактично не припинялася з 2014 р.);
- необхідність структурної перебудови економіки внаслідок втрати великої частини території, ринків збуту, людського ресурсу, доступу до корисних копалин, виробничих потужностей;
- масштабна фінансова криза 2014—2015 рр., яка знищила третину малого і середнього бізнесу і загалом призвела до втрати близько 40% ВВП;
- низький платоспроможний внутрішній попит країни (рівень доходів на душу населення за паритетом купівельної спроможності є найнижчим у Європі).

Означені обставини вимагали активної державної стабілізаційної і структурної політики, спрямованої на створення робочих місць і посилення обороноздатності країни. Однак тодішній уряд узяв курс на режим тотальної фіскальної економії, а центральний банк — на затискання грошової пропозиції. Природно, що інвестиційна активність у країні впала до рекордно низьких рівнів у світовому масштабі — лише 10% ВВП. Відновлення економіки було віддане на відкуп ринковим силам. Однак, зважаючи на низький

рівень попиту і воєнну невизначеність, капітал не надходив в Україну в достатніх обсягах.

**Інфляційне таргетування.** Україна перейшла до режиму інфляційного таргетування (ІТ) і гнучкого курсоутворення в рекордні строки — за два-три роки, фактично після шоку, який ще називають «очищенням банківської системи». Наприклад, Ізраїль переходив до такого монетарного режиму 18 років (з 1987 по 2005 р.). Поспішний перехід до інфляційного таргетування зумовив виникнення додаткових структурних проблем в економіці — інститут фінансового посередництва в країні майже зник. Інфляційне таргетування не працює без трансмісійних каналів — кредитного, депозитного, фондового ринків. Без наявності розвинутих фінансових ринків відсоткова ставка не здатна передавати імпульси монетарної політики. Більше того, таку систему досить легко розхитати зовнішніми потоками капіталу.

В Україні на момент запровадження ІТ не існувало розвинутих фінансових ринків. Навіть сьогодні кредитний канал монетарної політики становить лише 15% ВВП, а депозити домогосподарств — тільки 20% від їх споживчих витрат. Отже, в Україні бізнес і населення в переважній своїй масі не покладаються на банківську систему ні як на джерело позичкових коштів, ні як на інструмент збереження заощаджень. Щоб такий стан справ змінився, щоб трансмісійні канали запрацювали, потрібні тривалі фундаментальні зміни в продуктивності економіки.

Незважаючи на очевидні перешкоди в період з 2014 по 2019 р., НБУ проводив політику високих відсоткових ставок, які встановлювалися на рівні, значно вищому за інфляцію. При цьому інфляційний таргет було визначено на вкрай низькій позначці (5%) як для країни, що недавно пережила триразову девальвацію, а інфляційний коридор було звужено до  $\pm 1\%$ . Це створило надзвичайно дорогий ринок позичкового фінансування. Банківський сектор поступово згорнув кредитний ринок і переорієнтував свої операції на вкладання коштів у безризикові ОВДП Мінфіну і депозитні сертифікати НБУ, які нині забезпечують понад 50% банківських відсоткових доходів. Наразі ринок банківського бізнес-кредитування формує близько 5% ВВП, ще близько 5% ВВП припадає на державні програми стимулювання кредитування і ще 5% ВВП — на кредити населенню.

Хронічно низький рівень кредитування національної економіки погіршив її конкурентні переваги порівняно з сусідніми країнами, що посилює відставання України в темпах розвитку. Дорожнеча гривневих позик підвищила доларизацію боргових зобов'язань бізнесу і держави. Недоступність внутрішнього кредиту зумовила проблеми з робочими місцями, що в підсумку призвело до колосальної трудової міграції до сусідніх країн. Лише завдяки президентським програмам останніх років удалося дещо активізувати бізнес-діяльність у країні.

Інфляційне таргетування перетворило центральний банк на постійного лобіста інтересів банків. Щоб не відбувалося в економіці, єдиний рецепт, який пропонує центральний банк, — підвищення відсоткових ставок. У травні 2020 р., коли розгорнулася пандемія і Уряд потребував додаткових видатків для стабілізації економіки, НБУ апелював до Міністерства фінансів з приводу підвищення відсоткових ставок за ОВДП до 15% річних (за річної

інфляції у 2%). У червні 2022 р., коли уряд змушений фінансувати колосальні воєнні витрати, НБУ рекомендував Мінфіну підвищити відсоткові ставки до 25% річних (за інфляції у 21%). Отже, чи інфляція 2%, чи 22% — домінуючою була одна й та сама позиція: максимізувати доходи фінансових посередників за державними облігаціями. В обох випадках дії НБУ перешкодили реалізації Урядом стабілізаційних заходів. У 2020 р. Уряд не пішов на поступки НБУ, і, як виявилось, це було абсолютно правильним рішенням. У 2022 р. він також поки що утримується від кардинального підвищення відсоткових ставок за ОВДП.

Спеціальні випуски ОВДП з продажем їх центральному банку слід було робити ще в довоєнний період. Багато країн з ринками, що формуються (Emerging Markets — ЕМ), під час пандемії здійснювали випуски державних облігацій, які викупувалися центральними банками. Однак Правління НБУ різних складів з екзальтованою впертістю всіляко опиралося цьому рішенням, що в підсумку мало згубні наслідки для обороноздатності країни. Хоча Рада НБУ неодноразово такі рекомендації надавала.

**Гнучкий обмінний курс.** Перехід до гнучкого курсоутворення, безумовно, має свої переваги, оскільки дозволяє економікам швидше пристосовуватися до шоків. Однак для країни із слабкими фінансовими ринками і низькою конкурентоспроможністю національного виробництва гнучке курсоутворення може спричинити втрати, пов'язані із змінами потоків капіталу і надмірною волатильністю обмінного курсу, що обмежує торгівлю й приплив реальних інвестицій. Саме тому світовий консенсус щодо кращої практики регулювання валютних ринків у країнах ЕМ передбачає можливість активного коригування обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій для усунення коливань валютного курсу, не обумовлених фундаментальними факторами продуктивності економіки.

На жаль, ми не відразу це зрозуміли. У 2019 р. під дією припливу спекулятивного капіталу в ОВДП (+5 млрд дол.) суттєво зміцнився обмінний курс гривні (+15%). Це підвищило грошову пропозицію на внутрішньому ринку, і для забезпечення рівноваги в економіці центральному банку слід було або викупувати надлишок іноземної валюти в резерви, або суттєво знижувати відсоткову ставку. Однак Правління НБУ того складу, наслідуючи ультра-ліберальні погляди і агресивну тактику інфляційного таргетування, реагувало занадто пасивно: реальна облікова ставка продовжувала зростати (до 10% річних), а викуп валюти був недостатнім для зміни спекулятивного тренду. В результаті у 2019 р. мали місце колосальні втрати для реальної економіки і державних фінансів, зате рік завершився гігантськими прибутками для фінансових посередників (за окремими випусками ОВДП закордонні інвестори отримували дохід у більш як 30% річних у іноземній валюті). Наголосимо, що Рада НБУ також неодноразово приймала рішення з цих проблемних питань.

Після цього управлінського фіаско НБУ намагався вже більш активно реагувати інтервенціями на коливання валютного курсу. Однак збитків економіці було вже завдано, що ослабило країну напередодні пандемії та великої війни. Це — один з основних прорахунків тогочасного Правління НБУ, яке на догоду формального забезпечення ринкових принципів курсоутворення фактично розхитувало стійкість економіки.

З початком великої війни 2022 р. Україна стикнулася з рядом проблем на валютному ринку. Підвищення потреб економіки в імпорті, проблеми з морськими шляхами експорту, зовнішня міграція мільйонів громадян — усе це створювало додатковий тиск на обмінний курс. НБУ відразу встановив режим фіксованого обмінного курсу, що було оптимальним рішенням для умов воєнного періоду. Фіксований обмінний курс дозволив нівелювати волатильність валютного ринку, яка не була обумовлена фундаментальними факторами. З позицій сьогодення доцільність повернення до гнучкого курсоутворення виглядає сумнівною.

Загалом режим фіксованого обмінного курсу краще стимулює залучення реальних інвестицій, оскільки сприяє передбачуваності бізнес-процесів, дозволяє вберегти економіку від шоківих змін потоків капіталу (що особливо важливо для економіки з високим рівнем доларизації) і ефективніше проводити інтеграційні процеси в рамках геополітичних союзів. Фіксований курс може застосовуватися з незалежною відсотковою політикою, якщо зберігаються обмеження на рух капіталів, а певні такі обмеження для України (як країни ЕМ) є доцільними навіть в умовах мирного часу. Означені переваги відображено в стандартних рекомендаціях МВФ з вибору режиму обмінного курсу для тих чи інших умов економіки<sup>1</sup>.

У світовій практиці існує широка різноманітність режимів фіксованого обмінного курсу з різним ступенем жорсткості прив'язки до базової валюти і можливостями коригувань. Тому вся проведена в Україні робота з упровадження гнучкого курсоутворення, по суті, може виявитися марною. У світі є чимало країн, які функціонують у режимі фіксованого обмінного курсу. В Європі — Данія, Хорватія, Румунія, Вірменія, Північна Македонія, Азербайджан, Болгарія, Боснія та Герцеговина.

**Фіскальна консолідація.** Активне скорочення рівня державних видатків в Україні відбувалося з 2015 по 2019 р. Стратегія зниження частки держави декларативно мала на меті стимулювання приватної ініціативи і зниження корупційних ризиків, однак об'єктивно звелася до вивільнення коштів державного бюджету на обслуговування державного боргу. Емпіричні докази того, що зниження частки держави призводить до прискорення темпів ВВП, відсутні. Існують різні моделі державного будівництва. Проте однозначно можна сказати одне: чим більш розвинутою є країна, тим вищою в ній є частка держави. За даними МВФ, середня частка державних видатків у ВВП серед бідних країн становить 20% ВВП, серед країн ЕМ — 30% ВВП, серед розвинутих країн — 40% ВВП. У кожній групі спостерігається висока дисперсія значень.

Дані 14 країн Євросони свідчать, що фіскальна консолідація, яка в них проводилася з 2009 по 2019 р., мала зворотний регресійний зв'язок з темпами номінального ВВП: чим більше скорочувалися державні видатки, тим меншими були темпи зростання номінального ВВП. На початку періоду фіскальної консолідації (2014 р.) рівень державних видатків України порівняно з іншими країнами ЕМ не був рекордно високим: 41% ВВП в Україні проти 39% у Чехії, 40% у Польщі, 43% у Хорватії, 45% в Угорщині (без витрат на об-

<sup>1</sup> Exchange Rate Policy (ERP). IMF. URL: <https://www.imf.org/en/Capacity-Development/Training/ICDTC/Schedule/JV/2022/ERPJV22-23V> (дата звернення: 30.09.2022).

слуговування боргу й оборону). Однак це не зупинило урядовців проводити консолідацію, і у 2020 р. частка держави в національній економіці була вже значно нижчою (на 5 в. п. ВВП) за середній рівень країн ЕМ ЄС. При цьому помітних позитивних ефектів економічного зростання України в цей період не спостерігалось.

У допандемійній економіці України державний бюджет перманентно зводився з первинним профіцитом. Усього за 2015—2019 рр. держава вилучила з економіки 9% ВВП, які фактично були перерозподілені на обслуговування й погашення державного боргу. При цьому вартість цього обслуговування завдяки агресивній тактиці інфляційного таргетування центрального банку була найвищою у світі серед країн ЕМ. Такий колосальний фіскальний шок позначився на продуктивності економіки, темпи якої залишалися пригніченими, а у 2019 р. навіть розпочалося падіння обсягів промислового виробництва.

Державні фінанси відчували постійний брак ресурсів через перманентну стагнацію економічної діяльності, трудові ресурси масово залишали країну, рівень інвестування економіки впав до рекордно низьких показників — 10% ВВП, розпочалося скорочення заощаджень населення. Зате, на думку тодішніх керівників Мінфіну, Мінекономіки і НБУ, макроекономічна стабільність у країні посилилась, а окремі керівники навіть знаходили позитиви в «деіндустріалізації» економіки напередодні (як виявилось) великої війни<sup>2</sup>. Іноді складається враження, що вся довоєнна економічна політика України була цілеспрямованою діяльністю певних осіб з ослаблення країни.

Схожий шлях свого часу пройшла Шрі-Ланка, яка на початку 1990-х років розпочала реалізацію стратегії на зменшення частки держави в економіці шляхом зниження рівня оподаткування і стимулювання розвитку малого бізнесу. Частку податкових доходів держави було скорочено з 20 до 10% ВВП, що обумовило її неспроможність адекватно реагувати на нові загрози без порушення фіскальної стійкості. У результаті країна стала постачальником трудових ресурсів для інших країн і останні роки значною мірою жила за рахунок їх грошових переказів. У 2022 р. ця стратегія закінчилася для Шрі-Ланки дефолтом і найтяжчою в її історії економічною кризою. Схоже, що повній «шріланкізації» української економіки завадила війна.

## МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНИХ ЗМІН

**Глобальна інфляція.** У даний час висока інфляція є глобальним феноменом. У 2021 р. в половині розвинутих і двох третинах країн, що розвиваються, річна інфляція перевищила 5-відсоткову позначку. В країнах Східної Європи з режимом інфляційного таргетування в минулому році інфляція в середньому становила 9,1%. Згідно з прогнозом МВФ, очікувані темпи інфляції у 2022 р. в розвинутих країнах у середньому становитимуть 5,7%, а у країнах ЕМ — 8,7%.

<sup>2</sup> У Мінекономіки пояснили падіння промислового виробництва. *Економічна правда*. 2021. 02 груд. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2019/12/2/654385/> (дата звернення: 30.09.2022).

Зростаючі ціни на енергоносії та продовольство в комбінації з розривами ланцюгів постачання на тлі високої невизначеності щодо еволюції та наслідків пандемії і війни в Україні продовжують чинити інфляційний тиск, як у розвинутих країнах, так і в країнах з ринками, що формуються. Такий тиск мав місце в минулому році й зберігатиметься в поточному, хоча темпи інфляції матимуть значну варіацію у світовому вимірі. Однак, за оцінками фахівців МВФ, інфляційна хвиля почне спадати у 2023 р., що стане результатом гальмування зростання сировинних цін, зменшення дисбалансів попиту і пропозиції та «заякорення» інфляційних очікувань унаслідок пожорсткішання монетарних умов і згортання фіскальної підтримки [1]. У такій ситуації основні виклики для монетарної політики пов'язані з посиленням економічної невизначеності та проблемою вибору між підтримкою економіки і придушенням інфляції монетарними методами.

**Монетарні стимули та їх ефекти.** З початком глобальної рецесії 2020 р. центральні банки розвинутих країн світу для підтримки сукупного попиту і поживлення кредитного процесу вживали рішучих заходів у напрямі зниження ключових відсоткових ставок, викупу активів на ринку і розширення кредитування фінансових установ, підприємств, державних органів. Під час пандемії монетарна політика була суттєво пом'якшена і в країнах ЕМ, що мало потужний антициклічний вплив. За даними МВФ, понад 90% центральних банків країн ЕМ вдалися до зниження ключових відсоткових ставок, але програми викупу активів у цій групі країн також набули значного поширення. Результати багатьох досліджень свідчать, що в країнах ЕМ такі програми допомогли стабілізувати фінансові ринки, пом'якшити умови фінансування для місцевого бізнесу і підтримати кредитний процес<sup>3,4</sup> [2].

В умовах структурної кризи внесок монетарної політики в досягнення макроекономічної стабільності реалізується через ефективну взаємодію з Урядом у питаннях забезпечення стабільного функціонування ринку державних запозичень, контрольованості руху капіталів, підтримки створення нових робочих місць і осередків генерування нової доданої вартості.

Дизайн монетарного режиму для періодів структурних зламів економіки, як правило, передбачає модифікацію таких аспектів, як: цільова спрямованість монетарної політики, рівень і композиція відсоткових ставок, рівень гармонізації рішень монетарної політики з пріоритетами фіскальної політики, режим обмінного курсу, контроль за транскордонним рухом капіталів.

**Монетарна політика під час пандемії.** В Україні реакція центрального банку на шок пандемії і економічної кризи у 2020—2021 рр. була досить помірною: мінімальний рівень облікової ставки становив 6% (що в 1,5—2 рази вище за фактичну інфляцію), а перелік інструментів монетарного пом'якшення обмежився відсотковим свопом для банків та їх довгостроковим рефінансуванням на стандартних умовах. На початку війни 2022 р. НБУ реалі-

<sup>3</sup> Muhleisen M., Gudmundsson T., Poirson H. COVID-19 Response in Emerging Market Economies: Conventional Policies and Beyond. *IMF Blog*. 2020. Aug 06. URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/08/06/covid-19-response-in-emerging-market-economies-conventional-policies-and-beyond> (дата звернення: 30.09.2022).

<sup>4</sup> Asset Purchases in Emerging Markets: Unconventional Policies, Unconventional Times. In: *Global Economic Prospects*. World Bank, January 2021. [https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1612-3\\_ch4](https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1612-3_ch4)

зував ряд виважених кроків щодо фіксації офіційного обмінного курсу й облікової ставки з метою уникнення дестабілізації фінансової системи. Але з 3 червня 2022 р. рішенням Правління НБУ облікову ставку було підвищено у 2,5 разу — з 10 до 25% річних. У загальноекономічному контексті таке рішення означає, що НБУ бореться з інфляцією шляхом обмеження попиту і стримування економічної активності при тому, що показники зростання національної економіки тривалий час були незадовільними, а з лютого 2022 р. розпочалося різке падіння реального ВВП.

З теорії відомо, що підвищення облікової ставки і здорожчання ресурсів фінансового ринку здатні загальмувати інфляцію в разі наявності надмірного споживчого попиту — «перегріву» економіки. Однак українську економіку важко назвати перегрітою, оскільки тривалий час вона балансувала на дні своїх можливостей: у 2020 р. зазнала істотних втрат від пандемії, а з початку повномасштабного вторгнення РФ — колосальних руйнувань і скорочення виробництва. У практичній площині суттєве пожорсткішання монетарної політики з початку воєнних дій не справляє значущого впливу на інфляцію, зумовлену дефіцитом пропозиції, але поглиблює темпи падіння економіки, збільшує частку безробітних і підвищує ризики для боргової стійкості.

Нобелівський лауреат Дж. Стігліц у своїй статті «A Balanced Response to Inflation» [3] пише про те, що поширене сьогодні у світі підвищення відсоткових ставок центральними банками — це ліки, які є гіршими за саму хворобу. На його думку, ми не повинні атакувати проблеми на боці пропозиції через зниження попиту і підвищення безробіття. Звичайно, радикальні заходи можуть певною мірою вплинути на інфляцію, але при цьому вони зруйнують життя людей. Чого дійсно світ потребує сьогодні, так це цільової структурної та фіскальної політики, націленої на розблокування вузьких місць пропозиції і пом'якшення наслідків інфляції для малозабезпечених верств населення.

Ф. Хільдербранд, колишній Голова Центрального банку Швейцарії, у статті «The old inflation playbook no longer applies» [4] обґрунтовує, що постпандемічний сплеск інфляції у світі не викликаний надмірним попитом, а обумовлений «вузькими місцями» пропозиції. Структурні зміни, згенеровані пандемією COVID-19, перенесли нас в еру жорстких обмежень пропозиції, хоча більшість економік і функціонують нижче від лімітів їх потенційного випуску і зайнятості. На його думку, такий стан справ мав би змінити традиційні макроекономічні настанови і підходи до проведення монетарної політики, адже якщо інфляцію спричиняє високий попит, то розсудлива монетарна політика в принципі спроможна стабілізувати її, і темпи економічного зростання. Однак це унеможлиблюється, коли інфляція стає результатом обмежень пропозиції. У такому випадку центральні банки мають або прийняти вищу інфляцію (змиритися з нею), або зруйнувати попит для всієї економіки при полегшенні обмежень пропозиції у окремих сегментах. Відновлення економічної активності після пандемії уже не вимагатиме таких потужних стимулів, як у 2020—2021 рр., але чого не повинні робити центральні банки — це свідомо застосовувати рестрикційні монетарні інструменти, які руйнують економічну діяльність.



**Незалежність і підзвітність центрального банку.** Відсутність бачення широкого контексту проблем монетарної політики і неврахування стану реальної економіки й зайнятості населення при прийнятті ключових рішень монетарної політики породжуються неправильним розумінням і законодавчим визначенням категорії «незалежність центрального банку» та балансувальних механізмів його підзвітності. У демократичних суспільствах з верховенством права незалежність центрального банку завжди супроводжується адекватною системою його підзвітності. По суті, у світі вважається аксіомою те, що для створення адекватної системи стримувань і противаг автономний статус центрального банку має балансуватися високим ступенем його підзвітності перед суспільством і представницькими інститутами. При цьому в міжнародній практиці виокремлюють такі виміри підзвітності: обов'язковість виконання ухвалених законів, норм і стандартів, відповідальність за свою діяльність, сприйнятливість потреб суспільства [5].

В Україні підзвітність НБУ існує фактично в дуже звуженому форматі й має досить специфічне трактування — поінформування про реалізовані заходи й досягнуті цілі. Таким чином, реальна незалежність НБУ ніяк не балансується виваженою системою підзвітності перед українським суспільством і державою. При цьому Правління НБУ має надзвичайно широкі повноваження. За визначенням МВФ, формування грошово-кредитної політики передбачає реалізацію повноважень щодо: 1) схвалення інфляційних цілей, 2) встановлення відсоткових ставок, 3) затвердження видів застави і форми контрактів для реалізації монетарної політики. В українській практиці всі ці повноваження належать Правлінню НБУ. Так, воно концентрує такі важливі компоненти, як визначення інфляційних цілей, прийняття рішень щодо облікової ставки, визначення режиму обмінного курсу, вироблення політики регулювання фінансових установ. Раді НБУ відведено досить вузьку сферу — схвалення основних засад грошово-кредитної політики, розроблених і поданих Правлінням НБУ, хоча Конституція України наділяє саме Раду НБУ цими повноваженнями. За період з 2016 р. в Закон України «Про Національний банк України» зміни вносилися більше 20 разів, у тому числі шляхом обмеження повноважень членів Ради НБУ, яких у Національний банк України делегує Президент і Парламент України, тобто в НБУ вони представляють народ України.

Водночас у світі поширено практику, коли кількісні цілі щодо інфляції, обмінного курсу і грошових агрегатів встановлюються спільно державою і центральним банком. Так, у 70% країн з режимом інфляційного таргетування до процесу визначення інфляційної мети крім центрального банку залучаються й інші державні органи. Задіяння державних органів у встановленні цілей щодо обмінного курсу має місце у 80% країн, а цілей щодо монетарних агрегатів — у 30%. Ще у 30% країн цілі щодо інфляції та обмінного курсу встановлює уряд одноосібно<sup>5</sup>. Наприклад, у Великій Британії та Новій Зеландії уповноважені державні органи визначають інфляційні цілі, які цен-

<sup>5</sup> Issues in the Governance of Central Banks. Bank for International Settlements, May 2009. URL: <https://www.bis.org/publ/othp04.pdf>

тральні банки зобов'язані брати до виконання. Першою ціллю для Банку Англії є утримання цінової стабільності, але конкретне значення такої цілі визначає Казначейство.

## ВИСНОВКИ

Перемога у великій війні потребує надійного економічного тилу. Ультра-ліберальні ідеї реформування довоєнної системи державного управління не були оптимальним рішенням для України. Помилки державної політики довоєнного періоду пов'язані з нерозумінням тодішніми державними управліннями масштабності викликів, які стояли перед Україною. Тим більше, лібералізація державного управління — це не той рецепт, що потрібен нині, під час воєнного стану. Воєнні загрози, економічна криза, низький платоспроможний попит відштовхують реальних інвесторів від вкладання коштів в Україну, яка потребує досягнення чітких прагматичних цілей — створення робочих місць і виробництва товарів воєнного призначення. Актуалізуються завдання держави з підтримання сукупного попиту і пропозиції, ефективного перерозподілу доходів економіки. У таких умовах підвищення ролі держави в економіці є природним процесом. Наприклад, під час активних воєнних дій частка держави в ізраїльській економіці перевищувала 75% ВВП.

Воєнні витрати державного бюджету, що є основним фокусом фіскальної політики під час війни, не мають прямого економічного ефекту, а тому монетарна політика центрального банку повинна бути максимально збалансованою й узгоджуватися з потребами економіки і державних фінансів країни, а грошова емісія має залишатись одним з джерел фінансування відповідних закупівель Уряду. Збалансованість економічної системи має досягатися через потоки зовнішньої підтримки і (обов'язково) реалізацію масштабних проєктів із створення нових робочих місць. Це усуватиме ризики структурної інфляції та продуктивно замикатиме грошову масу в реальному секторі економіки.

Важливим елементом ефективного воєнного протистояння на економічному фронті є сильне адекватне політичне лідерство людей, здатних об'єктивно оцінювати наявні виклики і готових відстоювати національні інтереси України. Політики, які в минулому вже дискредитували себе економічними провалами, не принесуть користі й нині — у період безпрецедентних викликів для української державності.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Gudmundsson T., Klyuev V., Medina L. et al. Emerging Markets: Prospects and Challenges. International Monetary Fund. *IMF Working Papers*. February 2022. 22 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/02/18/Emerging-Markets-Prospects-and-Challenges-513389>
2. Chiara F., Vannier B.H., Mircheva B. et al. Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries. *IMF Working Paper*. January 2021. 71 p. URL: <https://www.bookstore.imf.org/books/unconventional-monetary-policies-in-emerging-markets-and-frontier-countries>

3. Stiglitz J. A Balanced Response to Inflation. *Project Syndicate*. 2022. Feb 07. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-causes-and-targeted-solutions-by-joseph-e-stiglitz-2022-02?barrier=accesspaylog> (дата звернення: 30.09.2022).
4. Hildebrand PH. The old inflation playbook no longer applies. *Financial Times*. 2022. Jan 27. URL: <https://www.ft.com/content/1e59e952-c5cf-4c8e-983a-560170c87cda> (дата звернення: 30.09.2022).
5. Heldt E.C., Müller T. Bringing Independence and Accountability Together: Mission Impossible for the European Central Bank? *Journal of European Integration*. 2022. Vol. 44. Iss. 6. P. 837—853. <https://doi.org/10.1080/07036337.2021.2005590>

Надійшла 05.08.2022

Прорецензована 12.08.2022

Підписана до друку 15.08.2022

## REFERENCES

1. Gudmundsson T., Klyuev V., Medina L. et al. Emerging Markets: Prospects and Challenges. International Monetary Fund. *IMF Working Papers*, February 2022, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/02/18/Emerging-Markets-Prospects-and-Challenges-513389>
2. Chiara F., Vannier B.H., Mircheva B. et al. Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries. *IMF Working Papers*, January 2021, available at: <https://www.bookstore.imf.org/books/unconventional-monetary-policies-in-emerging-markets-and-frontier-countries>
3. Stiglitz J. A Balanced Response to Inflation. *Project Syndicate*, 2022, Feb 07, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-causes-and-targeted-solutions-by-joseph-e-stiglitz-2022-02?barrier=accesspaylog> (accessed on: 30.09.2022).
4. Hildebrand Ph. The old inflation playbook no longer applies. *Financial Times*, 2022, Jan 27, available at: <https://www.ft.com/content/1e59e952-c5cf-4c8e-983a-560170c87cda> (accessed on: 30.09.2022).
5. Heldt E.C., Müller T. Bringing Independence and Accountability Together: Mission Impossible for the European Central Bank? *Journal of European Integration*, 2022, Vol. 44, Iss. 6, pp. 837-853. <https://doi.org/10.1080/07036337.2021.2005590>

Received on August 5, 2022

Reviewed on August 12, 2022

Signed for printing on August 15, 2022

*Bohdan Danylyshyn*, Dr. Sci. (Econ.),  
Prof., Academician of the NAS of Ukraine,  
Honored Worker of Science and Technology of Ukraine,  
Head of the Department of Regional Studies and Tourism  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman  
54/1, Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine

## ECONOMIC TRANSFORMATIONS DURING MARTIAL LAW: THE TACTICS OF EVOLUTIONISM AND MODERNIZATION

In a war economy, ensuring the stability of price dynamics by the regulation of money supply faces a number of fundamental obstacles that significantly reduce the effectiveness of traditional monetary instruments. During the war, the market principles of economy's functioning weaken, the monetary transmission mechanisms do not work adequately, the role of the state in ensuring the functioning of commodity-monetary relations increases. This calls for a revision of the macro-stabilizing role of monetary policy. Taking into account the above, approaches to the formulation of monetary policy directions during martial law are summarized, relevant

recommendations for the current conditions of Ukraine are substantiated using theoretical sources, advisory and research papers of international organizations and national macroeconomic regulators, as well as statistical databases.

Based on the generalization of theoretical principles and world experience, the design of the wartime monetary regime is substantiated, which involves the modification of such aspects as: the target-oriented monetary policy; the composition of interest rates for the central bank's basic operations; harmonization of monetary policy decisions with fiscal policy priorities; establishment of a fixed exchange rate regime; enhanced control over the cross-border movement of capital. It is concluded that in a war economy, the main contribution of monetary policy to the achievement of macroeconomic stability should be made by the effective interaction with the government in ensuring the stable functioning of government borrowing market, controllability of capital movements, support for the creation of new jobs and generators of new added value for effective closure of new money supply.

**Keywords:** *monetary policy; martial law; macroeconomic stability; inflation; exchange rate.*