

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська Академія»

Факультет економічних наук

Кафедра економічної теорії

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: **«МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ІНСТРУМЕНТАРІЙ. ШЛЯХИ
ВДОСКОНАЛЕННЯ»**

Виконав: студент 2-го року навчання,
Спеціальності
051 Економіка

Самойлюк Максим Олександрович

Керівник Бандура О.В.,
доктор економічних наук, доцент

Рецензент _____

Магістерська робота захищена з
оцінкою _____

Секретар ЕК _____

« ____ » _____ 20 ____ р.

Київ – 2022

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В МИРНИЙ ЧАС ТА В УМОВАХ ВІЙНИ	5
1.1) Засади монетарної політики.....	5
1.2) Інструменти монетарної політики.....	9
1.2.1) Облікова ставка	9
1.2.2) Інтервенції на валютному ринку	15
1.2.3) Купівля та продаж цінних паперів	20
1.2.4) Інші інструменти монетарної політики	22
Висновки до розділу 1	24
РОЗДІЛ 2. ІНОЗЕМНИЙ ДОСВІД МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ПІД ЧАС ВІЙНИ	26
2.1) Історичний взаємозв'язок війни та монетарної політики.....	26
2.2) Монетарна політика та Друга світова війна.....	28
2.3) Монетарна політика Кореї та В'єтнаму під час війни	31
2.4) Перманентна війна: досвід Ізраїлю	34
2.5) Хорватська війна за незалежність та гіперінфляція в Югославії	35
2.6) Повоєнна монетарна політика	38
Висновки до розділу 2	40
РОЗДІЛ 3. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ДО ТА ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА МОЖЛИВІ ШЛЯХИ ПОКРАЩЕННЯ	42
3.1) Монетарна політика України до повномасштабного вторгнення РФ	42
3.2) Монетарна політика України під час найгострішої фази війни.....	44
3.3) Монетарна політика періоду стабілізації та шляхи покращення.....	49
Висновки до розділу 3	52
ВИСНОВКИ.....	54
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	58

ВСТУП

Повномасштабне вторгнення Росії до України стало величезним викликом для всієї держави, смертельною небезпекою, що нависла і висить над нашою країною. Окрім загрози військової, вторгнення спричинило безпрецедентну економічну кризу. У таких умовах вкрай важливим є провадження адекватної монетарної політики, що дозволить зберегти грошово-кредитну стабільність та стане запорукою майбутнього зростання. Однак, таке завдання дійсно є нетривіальним, оскільки ще жодна країна у сучасному світі не зіштовхувалася з такими викликами. Тож важливим є дослідження всього доступного досвіду монетарної політики під час війни, а також теоретичних напрацювань на цю тематику, для того, щоб уникнути найболючіших помилок під час імплементації інструментів монетарної політики в поточних складних умовах.

Метою цієї роботи є окреслення оптимальної монетарної політики під час війни. Першочерговим завданням роботи є визначення найбільш ефективних інструментів монетарної політики, що можуть бути застосовані в умовах воєнного стану. Об'єктом дослідження у цій роботі є монетарна політика. Предметом дослідження є інструменти монетарної політики, що є ефективними за умов війни, взаємодія та синергія між різними державними інституціями.

У роботі використано методи аналізу та порівняння різних інструментів монетарної політики, спостереження за імплементацією монетарної політики під час війни у різних країнах та дослідження наслідків та результатів застосування відповідних інструментів грошово-кредитної політики, проведено оцінку можливості використання таких інструментів в Україні.

У роботі виконано огляд наукових статей, монографій, підручників, що присвячені теоретичним засадам монетарної політики. Досліджено статистичні дані, аналітичні записки, наукові статті, монографії, доповіді щодо ефективності

тих чи інших засобів монетарної політики під час війни в різних країнах. Зроблено огляд експертних публікацій, законодавчих документів, статистичних даних Національного Банку України та інших інституцій з метою дослідження ефективності поточної монетарної політики в Україні.

У першому розділі роботи розглянуто теоретичні аспекти монетарної політики в мирний час та під час війни: окреслено засади монетарної політики, визначено основні інструменти монетарної політики, описано особливості їх реалізації за звичайних умов та в період воєнного стану.

Другий розділ роботи присвячений огляду монетарного досвіду різних країн під час війни. Так, розглянуто монетарну політику країн-учасниць Другої світової війни, Південного В'єтнаму та Південної Кореї, Ізраїлю, країн колишньої Югославії, Афганістану, Іраку. Визначено, які інструменти монетарної політики є оптимальними під час війни, яких помилок необхідно уникати, як різним державним інституціям треба координувати свою діяльність для провадження оптимальної монетарної політики.

У третьому розділі роботи досліджено монетарну політику України до війни, під час початкової фази повномасштабного вторгнення та на даному етапі. Зроблено оцінку ухвалених рішень, запропоновані можливі варіанти застосування іноземного досвіду в Україні, запропоновано рекомендації щодо покращення монетарної політики. Практичне значення отриманих результатів полягає у напрацюванні теоретичної та емпіричної бази для розробки ефективної, дієвої монетарної політики під час війни, оскільки економічний фронт є найбільш важливим для перемоги після власне фронту воєнного.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В МИРНИЙ ЧАС ТА В УМОВАХ ВІЙНИ

1.1) Засади монетарної політики

Монетарна політика — це складова економічної політики держави, набір інструментів, які має центральний банк країни для сприяння сталому економічному зростанню чи іншим визначеним стратегічним цілям шляхом контролю загальної пропозиції грошей, яка доступна національним банкам, споживачам та підприємствам.

Центральний банк є національною фінансовою установою, яка здійснює контроль за ключовими аспектами фінансової системи. Центральним банкам необхідно відстежувати та аналізувати всі потенційні джерела ризиків і вразливостей, що вимагає систематичного моніторингу окремих частин фінансової системи (фінансових ринків, посередників та інфраструктури), взаємодії цих окремих елементів, а також макроекономічних умов, у яких перебуває держава.

До стратегічних цілей грошово-кредитної політики, які визначає центральний банк, можуть належати довгострокове збереження низьких показників інфляції, забезпечення стабільності обмінного курсу національної валюти, збереження рівноваги платіжного балансу, стимулювання високого рівня зайнятості, інші цілі залежно від стратегічної візії [1].

Для досягнення стратегічних цілей центральний банк має обрати і дотримуватися певної монетарної стратегії. Монетарна стратегія — цілісний комплекс заходів, який синергетично об'єднує задекларовані центральним банком кінцеві та проміжні цілі монетарної політики, механізми прогнозування, інструменти монетарної політики, індикатори виконання політики та комунікаційні заходи тощо [1].

Монетарна політика може бути експансіоністською, якщо центральний банк бажає пом'якшити монетарні умови (зазвичай – для подолання кризових явищ в економіці, що, однак, має негативний вплив на темпи інфляції) та рестрикційною, якщо центральний банк вважає за доцільним охолодження економіки.

Залежно від обраної центральним банком стратегічної мети, розділяють такі види, або режими, монетарної політики [1]:

- Монетарне таргетування;
- Валютне таргетування;
- Інфляційне таргетування;
- Змішана політика.

Монетарне таргетування спрямоване на підтримання визначеного заздалегідь обсягу грошей в обігу та на забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства [2]. Стратегія монетарного таргетування передбачає підтримку грошової стабільності та зосереджена на втриманні відхилень зростання фактичної кількості грошей у допустимих межах від запланованого показника. Концептуальне обґрунтування монетарного таргетування сягає своїм корінням закликів до імплементації монетарного правила – низького і стабільного зростання обсягу пропозиції грошей — що було запропоноване визначним американським економістом Мілтоном Фрідманом у 1960 році. На думку Фрідмана, у середньостроковій перспективі існує досить тісний зв'язок між грошима та номінальним національним доходом. Аналітичною основою цього є існування стабільної функції попиту на реальні грошові залишки в розрізі реального доходу (з урахуванням процентних ставок). Для Фрідмана монетарна політика, яку розглядають як зміни номінального обсягу грошей з боку пропозиції, може мати великий короткостроковий вплив на економіку, але в середньостроковій перспективі такі порушення будуть проявлятися лише в цінах. Крім того, короткострокові відносини між грошима та економікою були

недостатньо зрозумілими, а отже, не розглядалися у контексті стабілізації [3]. Основним монетарним інструментом центрального банку при імplementації режиму монетарного таргетування є зміна пропозиції грошей.

Монетарне таргетування ефективно працює, якщо центральний банк може вдало контролювати пропозицію грошей і якщо зростання грошей дійсно стабільно пов'язане з інфляцією з часом. Зрештою, монетарне таргетування мало обмежений успіх, оскільки попит на гроші насправді був нестабільним — часто через інновації на фінансових ринках [4].

Відповідно до режиму таргетування обмінного курсу центральний банк старається забезпечити стабільність номінального обмінного курсу по відношенню до валюти так званої країни-якоря шляхом зміни процентних ставок і прямих валютних інтервенцій. Підтримка валютного курсу вимагає відповідного поєднання економічної політики, що забезпечує приблизну відповідність темпам інфляції по відношенню до країни-якоря, достатній рівень міжнародних резервів, а також збереження конкурентоспроможності та загальної репутації країни, включаючи її інституційну, законодавчу базу та політичну стабільність. Одним із головних недоліків режиму є втрата автономії монетарної політики, оскільки центральний банк фактично прив'язує себе до тієї монетарної політики, яку провадить центробанк країни-якоря [5]. Основним інструментом грошово-кредитної політики за умов застосування режиму таргетування обмінного курсу є валютні інтервенції центрального банку, тобто операції з купівлі-продажу іноземних валют. Для імplementації таргетування обмінного курсу центральний банк має дотримуватися жорсткого обмінного курсу.

Цей підхід означав, що грошово-кредитна політика країни, по суті, була політикою країни, до якої вона прив'язана, і він обмежував здатність центрального банку реагувати на такі шоки, як зміни умов торгівлі (вартість експорту країни по відношенню до її імпорту) або зміни реальної процентної

ставки. У результаті багато країн почали переходити на гнучкі валютні курси, що змусило їх шукати новий номінальний якір [4].

При застосуванні режиму інфляційного таргетування центральний банк визначає номінальний якір — таргет інфляції. Суть режиму інфляційного таргетування — публічне оголошення бажаного рівня інфляції (таргету інфляції) та зобов'язання центральним банком країни сприяти досягненню цього рівня за допомогою доступних йому монетарних інструментів, чинне місце серед яких посідає облікова ставка.

Центральний банк прогнозує майбутню інфляцію та порівнює її з цільовим рівнем інфляції (темп, який уряд вважає прийнятним для економіки). Різниця між прогнозом і цільовим показником показує, наскільки монетарна політика повинна бути скоригована. Деякі країни обирають цільові показники інфляції у вигляді симетричних діапазонів навколо середньої точки, тоді як інші (у тому числі і Україна) визначають лише цільовий рівень, або верхню межу інфляції [4]. Більшість розвинутих країн встановлюють цільові показники інфляції в низьких однозначних цифрах — зазвичай на рівні від одного до трьох відсотків.

Змішана, або еkleктична монетарна політика характеризується комбінуванням різних інструментів монетарної політики залежно від обставин.

Цілі монетарної політики центральний банк може реалізовувати, використовуючи низку доступних йому інструментів:

- Облікова (ключова) ставка;
- Рефінансування комерційних банків;
- Операції на відкритому ринку;
- Валютні інтервенції;
- Норма обов'язкового резервування

Водночас варто розуміти, що застосування інструментів монетарної політики матиме різний вплив на грошово-кредитний ринок та на економіку в цілому в мирний час та під час війни. Війна вносить дисбаланси у напрацьовані процеси та механізми та ускладнює імплементацію заздалегідь визначених цілей. Таким чином, монетарна політика держави під час війни кардинально відрізнятиметься від тієї, що вона провадила в мирний час, відповідно до особливості функціонування різних монетарних інструментів в умовах невизначеності та нестабільності воєнного часу. Розгляньмо інструменти монетарної політики та особливості їх дії детальніше.

1.2) Інструменти монетарної політики

1.2.1) Облікова ставка

Облікова, або ключова ставка — основний інструмент монетарної політики багатьох країн світу. Це відсоткова ставка, за якою центральний банк надає кредитування комерційним банкам. Облікова ставка дозволяє центральному банку впливати на короткострокові ставки за операціями на міжбанківському ринку, завдяки чому, через трансмісійний механізм, центробанк здійснює вплив на грошово-кредитний ринок та на інфляційні процеси [6].

У цьому випадку, коли видом грошово-кредитної політики є інфляційне таргетування, основним інструментом є ключова процентна ставка. Попит на гроші змінюється пропорційно процентній ставці. Центральні банки в країнах, як правило, знижують процентні ставки, коли хочуть збільшити інвестиції та споживання в економіці. Однак низькі процентні ставки можуть створити економічну бульбашку — ситуацію, за якої в економіку вкладаються великі обсяги інвестицій, але зрештою призводять до великих непогашених боргів та

економічної кризи. Процентна ставка коригується, щоб утримувати інфляцію, попит на гроші та стан економіки в певному, визначеному діапазоні. Обмеження або коригування процентної ставки паралельно з економічним зростанням зберігає імпульс розвитку економіки [7].

Однією з передумов застосування режиму інфляційного таргетування є гнучкість обмінного курсу національної валюти, що забезпечує належне функціонування механізму монетарної трансмісії [6].

Центральний банк надає кошти банківській системі під відсоток. Враховуючи те, що центробанк одноосібно друкує кошти, він самостійно встановлює цю процентну ставку залежно від цілей інфляційного таргетування.

Зміна ключової ставки безпосередньо впливає на процентні ставки грошового ринку та, опосередковано, на ставки за кредитами та депозитами, які банки встановлюють своїм клієнтам. Так центральний банк впливає на ставки на грошовому ринку.

Очікування суб'єктами грошово-кредитного ринку на майбутні офіційні зміни облікової ставки впливають на середньо- та довгострокові процентні ставки. Зокрема, довгострокові процентні ставки частково залежать від очікувань ринку щодо майбутнього курсу короткострокових ставок. Грошово-кредитна політика також може керувати очікуваннями економічних суб'єктів щодо майбутньої інфляції і, таким чином, впливати на зміни цін. Центральний банк із високим ступенем довіри міцно закріплює очікування стабільності цін. У цьому випадку економічні агенти не повинні підвищувати свої ціни через побоювання підвищення інфляції або знижувати їх через страх перед дефляцією. Це підтверджує важливість незалежності у своїх діях центрального банку від уряду країни чи інших інституцій, підтверджує важливість інституційної сталості та наявності довгострокової візії та стратегії з її реалізації.

Вплив на умови фінансування в економіці та ринкові очікування, викликані заходами монетарної політики, може призвести до коригування цін на

активи (наприклад, цін на фондовому ринку) та зміни обмінного курсу. Зміни обмінного курсу безпосередньо впливають на інфляцію в основному через ціни на імпорт.

Зміни процентних ставок впливають на рішення домогосподарств і фірм щодо заощаджень та інвестицій. Наприклад, *ceteris paribus*, вищі процентні ставки роблять менш привабливим брати кредити для фінансування споживання або інвестицій. Ціни активів також можуть впливати на сукупний попит через вартість застави, що дозволяє позичальникам отримати більше кредитів та/або зменшити премію за ризик, яку вимагають кредиторі чи банки.

Зміни в споживанні та інвестиціях змінюють рівень внутрішнього попиту на товари та послуги відносно внутрішньої пропозиції. Коли попит перевищує пропозицію, ціни зростають. Крім того, зміни в сукупному попиті можуть призвести до більш жорстких або вільних умов на ринках праці та проміжних продуктів. Це, у свою чергу, може вплинути на встановлення ціни та заробітної плати на відповідному ринку.

Зміни облікової ставки по-різному впливають на граничні витрати банків на отримання зовнішнього фінансування, залежно від власних ресурсів банку. Цей канал впливу особливо актуальний у кризові часи, капітал дефіцитний, а банкам важче залучати капітал. Зміною ключової ставки центробанк може вплинути на це та стимулювати активніше надання кредитів. На рисунку 1.1 схематично зображено основні принципи трансмісійного механізму [8].

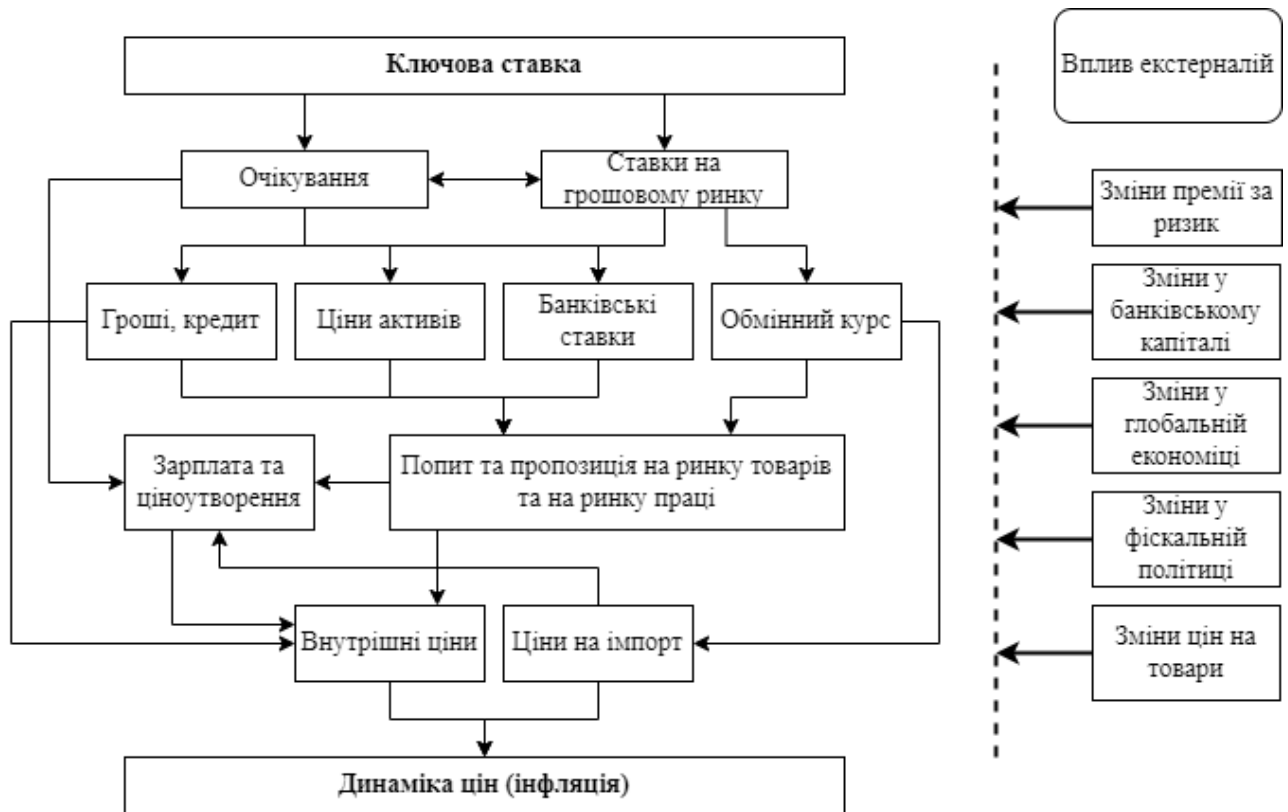


Рисунок 1.1 - Основні принципи трансмісійного механізму

Джерело: розроблено автором за даними [8]

Природньо, що шляхи реалізації ключової місії центрального банку (у випадку НБУ — забезпечення фінансової стабільності та стабільності цін) у воєнний час відрізнятимуться від тих, що центробанк використовує у мирні часи. Ключовою відмінністю є неможливість ефективного використання облікової ставки як основного інструменту монетарної політики. Це викликано обмеженістю горизонту планування в час війни, що нівелює засадничі основи використання ключової ставки.

Відомо, що облікова ставка має свій вплив на інфляцію не одразу, а з певним лагом. Наприклад, у розрахунки впливу зміни облікової ставки НБУ закладає часовий лаг від 9 місяців до 1,5 року, що пройдуть між ухваленням рішення та опублікуванням нового значення ключової ставки, та найбільш відчутним ефектом дії такого рішення на інфляцію [9]. Війна розриває цей трансмісійний механізм монетарної політики.

Для досягнення максимально ефективного впливу зміни облікової ставки як інструменту монетарної політики центральний банк має не екстраполювати події минулого на подальший розвиток ситуації чи застосовувати ad hoc рішення як реакцію на ті чи інші події в економіці, а робити прогнози щодо того, що відбуватиметься надалі, та діяти з упередженням. Для реалізації подібної політики центральний банк має розробити та імплементувати систему макроекономічних моделей та прогнозів, в ідеалі — таку, що поєднуватиме в собі переваги простих монетарних правил та великих макроекономічних моделей, уникаючи водночас їх недоліки. Таким інструментом може стати щомісячний обрахунок сукупної кумулятивної недостатності ринків, що дозволить одночасно таргетувати не тільки інфляцію, але й зайнятість та темпи економічного зростання [10]

У мирний час, на початковій стадії за допомогою зміни облікової ставки НБУ встановлює рівень короткострокових відсоткових ставок на міжбанківському ринку. Ці процентні ставки через різні канали, головними серед яких є процентний, фондовий, валютний, мають вплив на сукупний попит та інфляцію – в першу чергу через зміну очікувань бізнесу та населення загалом. Управління цими очікуваннями стає ефективним за рахунок підвищення довіри до дій регулятора, якщо він проводить зрозумілу і послідовну політику інфляційного таргетування. Це, у свою чергу, підсилює дієвість монетарної трансмісії. Оскільки монетарна трансмісія займає певний час і не дає миттєвих результатів, НБУ зазначає, що «рішення з монетарної політики не є реакцією на події минулого, а відповіддю на очікуваний перебіг подій в майбутньому» [9].

Під час дії воєнного стану відповідь на очікуваний перебіг подій у майбутньому можуть дати тільки Сили оборони України, що стримують наступ окупанта. Застосування за умов тотальної невизначеності облікової ставки як ключового інструмента монетарної політики є неможливим внаслідок переривання трансмісійного механізму як мінімум у декількох місцях (рис. 1.2).

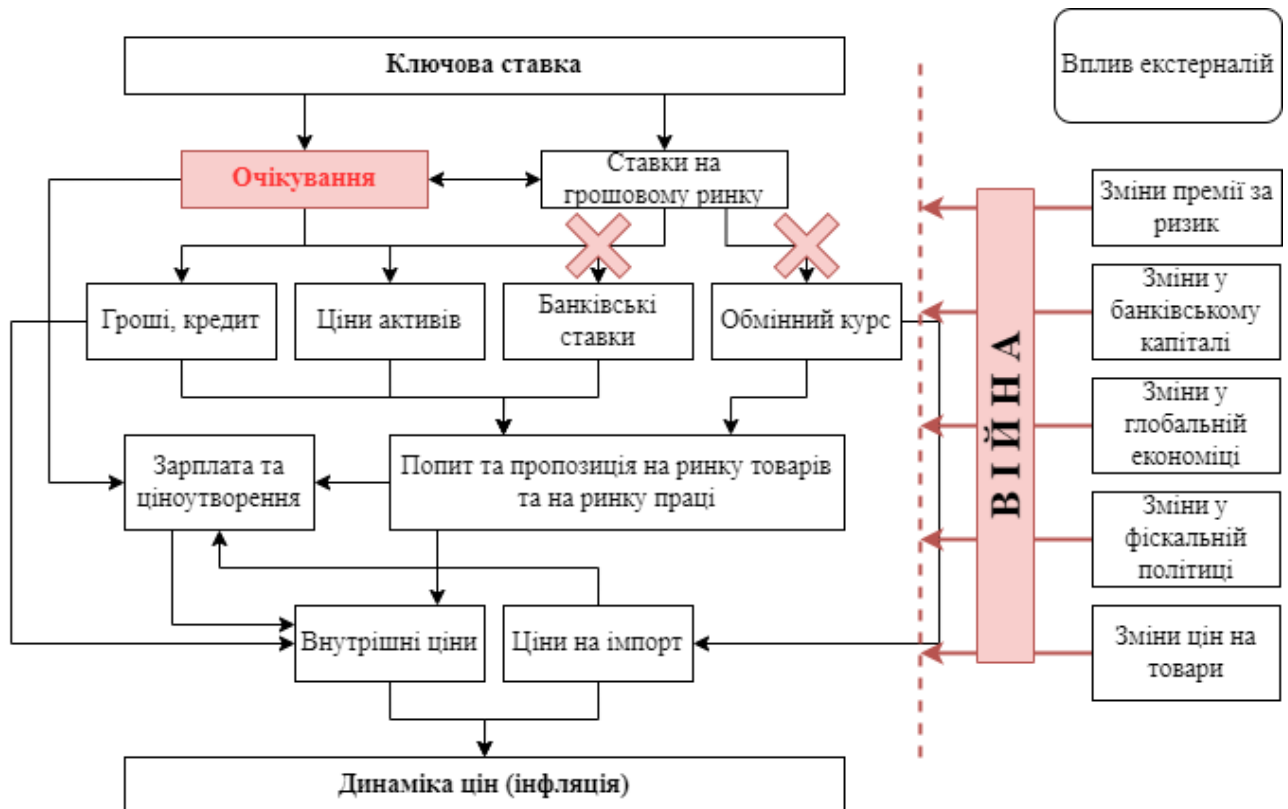


Рисунок 1.2 - Порушення трансмісійного механізму у часи війни

Джерело: розроблено автором за даними [8]

По-перше, переривається ланцюжок впливу облікової ставки на депозитні та кредитні процентні ставки. Оскільки під час війни кредитування є суттєво обмеженим та визначається переважно неціновими факторами (в першу чергу внаслідок суттєвого підвищення ризиків), спостерігається зменшення трансмісії ефекту зміни ключової ставки у кредитні ставки. Високий структурний профіцит ліквідності українських банків, що можна спостерігати вже 4 роки поспіль, зменшує трансмісію у депозитні ставки.

По-друге, зменшується вплив зміни облікової ставки на обмінний курс внаслідок обмеження притоку капіталу до України через високі ризики, пов'язані з війною. За умов невизначеності зростає також вплив психологічних факторів на курс валют — зокрема, негативні очікування щодо майбутнього та закупівля

населенням іноземної валюти, що збільшує попит на неї та додатково нівелює вплив ключової ставки на обмінний курс.

Окрім цього, війна посилює та загострює вплив екстерналій, внаслідок чого розхитується весь трансмісійний механізм у цілому та змінюються очікування учасників грошово-кредитного ринку, що зі свого боку дедалі применшує ефективність впливу ключової ставки.

Усе це робить застосування облікової ставки як основного інструменту монетарної політики суттєво обмеженим, практично неможливим в умовах війни. Відповідно, втрачає свою доцільність використання режиму інфляційного таргетування, Через це на перший план виходять інші інструменти монетарної політики — зокрема, маніпуляції з обмінним курсом та валютні інтервенції.

1.2.2) Інтервенції на валютному ринку

Використовуючи валютний канал монетарної політики державний банк за допомогою інтервенцій на валютному ринку, використовуючи інструмент купівлі-продажу іноземної валюти, може впливати на курс національної валюти через зміну сукупного попиту та пропозиції на неї. Відповідно до класифікації Міжнародного Валютного Фонду (МВФ), розділяють три основні типи режимів валютного курсу, які можуть застосовуватися центральним банком: плаваючий (гнучкий) режим; м'який фіксований (“soft peg”) режим; та жорсткий фіксований (“hard peg”) режим, який частіше називають просто фіксованим [11].

Плаваючий обмінний курс — це валютний режим, при якому ціна валюти країни встановлюється *ринком* на основі попиту та пропозиції відносно інших валют. МВФ виокремлює два різновиди плаваючого обмінного курсу: чистий гнучкий (“free float”) та гнучкий (“float”), або обмежено гнучкий.

За системи чистого гнучкого валютного курсу довгострокові зміни цін на валюту відображають відносну економічну силу та різницю процентних ставок між країнами. Короткострокові зміни валюти з чистим плаваючим обмінним курсом, як правило, є рефлексією об'єктивних та суб'єктивних очікувань ринку, економічних та соціальних потрясінь, щоденних пропозиції та попиту на валюту. За простим законом попиту та пропозиції, якщо пропозиція перевищує попит, то ціна валюти падає, а якщо попит перевищує пропозицію, то ціна зростає.

Якщо обмінний курс національної валюти підіймається занадто високо або занадто низько, це здатне негативно вплинути на стан економіки, торгівлі, послабити здатність уряду погашати свою заборгованість [12]. За чистого гнучкого валютного режиму, під час переходу від одного стану рівноваги до іншого обмінний курс може втратити стабільність та неконтрольовано зірватися у значне падіння (чи навпаки – надмірно укріпитися), особливо якщо в країну або з країни надходять великі обсяги капіталу — можливо, через спекуляції інвесторів. Така нестабільність матиме реальні економічні наслідки і є вкрай небажаною ситуацією, у зв'язку з чим чистий плаваючий обмінний курс не є широко розповсюдженим. Натомість центральні банки часто використовують обмежено гнучкий валютний режим.

За обмежено гнучкого валютного режиму обмінний курс так само, як і у випадку чистого гнучкого режиму, здебільшого визначається відкритим ринком. Водночас наявні принципові відмінності: так, центральний банк залишає за собою можливість втручатися в процес встановлення ринкової рівноваги на валютному ринку та коригувати курс в бажаному напрямку (на підвищення чи зниження) за допомогою валютних інтервенцій. Зазвичай центральні банки не встановлюють для себе будь-яких специфічних норм чи обмежень стосовно ситуацій, що дозволяють втручання в ринок; натомість вони керуються власними цілями на кшталт таргету інфляції, бажаного проміжку флуктуації курсу задля збереження соціально-економічної стабільності тощо.

М'який фіксований валютний курс передбачає прив'язку центробанком обмінного курсу національної валюти до іноземної, певною мірою, залежно від цілей центрального банку. МВФ виокремлює п'ять видів м'якого фіксованого курсу: звичайна прив'язка (“conventional pegged arrangement”); режим горизонтального коридору (“pegged exchange rate within horizontal bands”); стабілізований курс (“stabilized arrangement”); повзуча прив'язка (“crawling peg”); режим з можливістю коригування (“crawl-like arrangement”) [11].

Режим звичайної прив'язки передбачає офіційне підтвердження державними органами фіксації валютного курсу. У цьому режимі країна формально прив'язує свою валюту за фіксованим курсом до іноземної валюти (або кошика валют, який формують, наприклад, з валют основних торгових або фінансових партнерів країни, а ваги відображають географічний розподіл торгівлі, послуг або потоків капіталу). Обрані для прив'язки валюти та вага кожної з них є публічними, або ж про них інформують Міжнародний Валютний Фонд. Центробанк готовий підтримувати фіксацію шляхом прямого втручання (тобто шляхом купівлі-продажу іноземної валюти на ринку) або непрямого втручання (наприклад, шляхом встановлення валютних обмежень, законодавчою співпрацею з іншими державними установами тощо). За режиму звичайної прив'язки немає зобов'язань безумовно підтримувати фіксацію, але формальне проголошення фіксованого курсу має бути підтвержене емпірично: обмінний курс може коливатися в межах вузьких меж, менш ніж $\pm 1\%$, навколо центральної точки, або максимальне та мінімальне значення обмінного курсу на спотовому ринку повинні залишатися в межах невеликого двовідсоткового проміжку протягом щонайменше шести місяців [13].

Режим горизонтального коридору також передбачає підтвердження офіційне підтвердження державними органами фіксації валютного курсу, однак обмінний курс може коливатися більш ніж на $\pm 1\%$ від визначеного центральним банком курсу, або межа між максимальним і мінімальним значенням обмінного курсу перевищує 2%. Обрана бажана центральна точка курсу і ширина

визначеного коридору флуктуацій є публічними або повідомляються МВФ. Фактично режим горизонтального коридору є більш розпливчастою версією режиму звичайної прив'язки [13].

Фіксований курс вважається режимом стабілізованого курсу, якщо він змінюється в межах не більш ніж 2% протягом шести місяців і довше (винятками можуть бути окремі аутлаери у заздалегідь визначеній кількості). Для прив'язки можуть використовувати одну конкретну іноземну валюту чи цілий кошик валют. Режим стабілізованого курсу визнається де-факто за підсумком виконання статистичних критеріїв стабільності обмінного курсу та не вимагає жодних специфічних юридичних зобов'язань з боку центрального банку [13].

Відповідно до режиму повзучої прив'язки центральний банк юридично закріплює певний обмінний курс, але залишає за собою право повільно коригувати його за потреби реагування на обрані кількісні показники, як-от різниця між інфляцією у країні та інфляцією в обраних країнах-індикаторах. Швидкість і обсяги коригування курсу можуть бути встановлені залежно від цілей та побажань центрального банку. Правила та всі параметри режиму повзучої прив'язки є публічними або повідомляються МВФ [13].

За режиму з можливістю коригування обмінний курс залишається в межах 2% проміжку довкола статистично визначеного тренду. По суті, режим з можливістю коригування можна вважати певною проміжною ланкою між стабілізованим режимом та гнучким обмінним курсом [13].

МВФ виокремлює два види жорсткого фіксованого курсу: режим валютного бюро та курсовий режим без окремого законного засобу платежу. Такі режими залишають центральному банку країни найменше простору для маневрів і тому є найменш поширеними.

Режим валютного бюро передбачає повне законодавче зобов'язання уряду країни дотримуватися фіксованого курсу відносно до обраної іноземної валюти чи кошику таких валют. Режим валютного бюро також передбачає

наявність чітких обмежень та правил для центрального банку, щоб забезпечити виконання курсових зобов'язань. Це режим означає, що національна валюта зазвичай повністю забезпечена іноземними активами, що усуває традиційні функції центрального банку, такі як кредитування останньої інстанції, і залишає мало простору для дискреційної монетарної політики. Деяка гнучкість може бути збережена залежно від суворості встановлених відповідно до режиму валютного бюро правил [13].

За курсового режиму без окремого законного засобу платежу держава офіційно відмовляється від окремої валюти на користь іншої валюти, яка починає циркулювати як єдиний законний платіжний засіб. Прийняття такої домовленості передбачає повну здачу центральним банком контролю за внутрішньою грошово-кредитною політикою. Такий курсовий режим також інколи називають офіційною доларизацією чи офіційною євроізацією — залежно від валюти, що використовують у країні. Водночас МВФ не розглядає країни, що офіційно входять до єврозони та використовують євро в якості платіжного засобу, як такі, у яких відбулася офіційна євроізація [13]. Натомість прикладом країни з таким курсовим режимом є Чорногорія, що в односторонньому порядку ухвалила рішення про використання на своїй території євро в якості платежу.

Починаючи з моменту запровадження Ямайської валютної системи у 1976 році, країни можуть вільно обирати режим валютного курсу. З одного боку, плаваючі режими здаються кращими, ніж фіксовані, оскільки фіксовані вимагають в основному спрямовувати грошово-кредитну політику країни на збереження стабільності обмінного курсу, що, час від часу, може суперечити іншим внутрішнім цілям, включаючи ціль збереження стабільності цін. Наразі більшість країн світу використовують саме плаваючі режими валютного курсу. Однак обставини можуть кардинально змінитися в часи війни. Пріоритети державної економічної політики зміщуються на збереження економічної стабільності та забезпечення функціонування фінансової системи. За таких умов, враховуючи значне зростання ризиків для всіх учасників ринку та негативні

психологічні очікування, регулювання обмінного курсу ринком може призвести до його надмірних коливань. З урахуванням цього, фіксація валютного курсу під час значних воєнних потрясінь є цілком логічною.

Для реалізації валютної політики центральний банк проводить інтервенції на валютному ринку. Їхньою метою є досягнення і втримання бажаного рівня обмінного курсу (за умови, що центральний банк застосовує фіксований курс), згладження надмірних коливань курсу (якщо чинним є гнучкий курс), накопичення міжнародних резервів, підтримання трансмісійного механізму ключової ставки [14].

1.2.3) Купівля та продаж цінних паперів

Центральний банк може здійснювати операції з купівлі-продажу державних цінних паперів (облігацій) та впливати за допомогою цього монетарного інструмента на пропозицію грошей. Кожен раз, коли центробанк купує цінні папери, він де-факто створює гроші. Центральний банк, збільшуючи пропозицію грошей, одночасно вилучає з обігу частину пропозиції конкретного цінного паперу. І навпаки, продаж цінних паперів центральним банком зменшує пропозицію грошей.

Центральний банк може проводити операції з купівлі-продажу цінних паперів як на відкритому вторинному ринку (наприклад, з комерційними банками), так і з урядом напряму. Взаємодія центробанку з цими різними суб'єктами грошово-кредитного ринку має свої нюанси та особливості.

Так, наприклад, коли центральний банк проводить операції з купівлі цінних паперів, зокрема урядових облігацій, на відкритому ринку, це має пом'якшуючий ефект на фінансові ринки через три канали [15]:

По-перше, викупуваючи облігації, центральний банк сигналізує про те, що не збирається найближчим часом переглядати ключову ставку, і таким чином підтримати очікування ринку для більш ефективного функціонування трансмісійного механізму.

По-друге, закупівлі центрального банку зменшують премії за ліквідність на облігації шляхом покращення умов функціонування ринку та зниження ризику того, що облігації буде складно продати. Цей канал може бути особливо важливим у періоди потрясінь на фінансовому ринку.

По-третє, оголошення про купівлю державних облігацій підвищують їхню ціну, що призводить до зниження прибутковості, оскільки вона змінюється зворотно до ціни. Фінансові ринки орієнтовані на перспективу та оцінюють вплив покупок центрального банку, які, як очікується, відбудуться, на додаток до тих, що вже відбулися. Знижуючи дохідність державних облігацій, купівля центральним банком змушує інвесторів переходити на альтернативні активи, включаючи корпоративні облігації, забезпечені активами цінні папери та акції. Це сприяє подорожчанням цих активів і широкому пом'якшенню фінансових умов.

Очевидно, для ефективної реалізації цих каналів необхідна інституційна стійкість грошово-кредитної системи в цілому та центрального банку зокрема, у тому числі наявність сталих принципів незалежності центробанку.

Операції центрального банку з державними цінними паперами на первинному ринку, тобто пряма купівля урядових облігацій, має більші ризики для економіки. Таке надання ліквідності по суті є друком коштів та може призвести до неконтрольованого зростання інфляції внаслідок надмірного збільшення пропозиції грошей. Саме через це багато центральних банків стараються уникати фіскального домінування, тобто цілеспрямованого прямого фінансування бюджету через купівлю державних облігацій, та прописують таке зобов'язання у своїх документах.

Однак ставлення центральних банків до фіскального домінування кардинально змінюється з початком війни. Річ у тім, що коли на кону стоїть виживання держави як такої, будь-які інфляційні побоювання відходять на другий план. За таких умов центральні банки можуть відкрито покривати дефіцит бюджету за рахунок друку коштів та відповідного збільшення пропозиції грошей. Для таких цілей уряди країн у війні часто випускають військові облігації.

Ключовою відмінністю військових облігацій від звичайних є розуміння покупцем таких облігацій усіх ризиків, що йдуть у комплекті з ними — зокрема ризик того, що держава, яка випускає військові облігації, може програти війну та не буде здатна виконати свої зобов'язання по закінченню терміну облігації. Окрім цього, військові облігації зазвичай мають відсоток нижчий від ринкового, не в останню чергу через більші темпи інфляції під час війни.

За умов війни центральний банк стає надійним партнером уряду та вимушено застосовує друкарський грошовий верстат для своєчасного фінансування потреб бюджету. Відповідно, часто саме центральні банки стають ключовими тримачами військових облігацій, однак метою уряду має бути стимулювання населення та підприємств до купівлі якомога більшої кількості військових облігацій та переведення своїх заощаджень у них, що дозволить стримати темпи інфляції.

1.2.4) Інші інструменти монетарної політики

До інших можливих інструментів монетарної політики належать:

- Рефінансування банків;
- Норма обов'язкового резервування;
- Депозитні сертифікати;

– Управління золотовалютними резервами.

Рефінансування банків є важливим інструментом монетарної політики, за допомогою якого центральні банки впливають на грошово-кредитний ринок через кредитний канал. Рефінансування дає змогу банківським установам отримати від центрального банку фінансування своєї діяльності та підтримати власну ліквідність. Змінюючи умови та можливості рефінансування, центральний банк безпосередньо впливає на пропозицію грошей.

За допомогою норми обов'язкового резервування центральний банк може зобов'язувати банки зберігати частину коштів, яку ті залучають у процесі своєї діяльності, на спеціальних рахунках у центральному банку. Зі збільшенням норми резервування банки вимушено мають менше доступних для користування коштів, що в цілому зменшує пропозицію грошей та знижує темпи інфляції. Відповідно, зменшення норми резервування підпадає у канву експансіоністської монетарної політики та сприяє збільшенню пропозиції грошей та підвищенню темпів економічного зростання (як і інфляції).

Депозитні сертифікати центрального банку за своєю суттю є аналогом депозитних вкладів, але водночас виступають як цінний папір. Ставка за депозитними сертифікатами зазвичай прив'язана до облікової ставки (з незначною зміною у бік зменшення). Випускаючи депозитні сертифікати та залучаючи більше коштів на свої рахунки за їх допомогою, центральний банк вилучає гроші з обігу, робить гривневі заощадження більш привабливими та скорочує попит на іноземну валюту, що стримує девальвацію національної валюти.

Золотовалютні резерви це готівкові кошти та інші резервні активи (наприклад, золото), що зберігаються в центральному банку та доступні для балансування платежів країни, валютних інтервенцій та для підтримки довіри до фінансових ринків. Резерви зберігаються в одній або кількох резервних валютах, нині в основному в доларі США і меншою мірою в євро. Загальноприйнятим

прийнятним обсягом золотовалютних резервів є такий, що покриває три місяці прогнозованого майбутнього імпорту за умов, що всі інші валютні надходження перериваються. Водночас політика відносно золотовалютних резервів буде різною залежно від режиму валютного курсу, який встановлено в економіці: так, за умови фіксації обмінного курсу центральний банк потребуватиме значних обсягів золотовалютних резервів для проведення інтервенцій та втримання обмінного курсу в бажаних межах.

Усі вказані інструменти монетарної політики можуть і мають органічно доповнювати одне одного, підсилюючи дію та бажаний ефект залежно від обраних стратегічних та оперативних цілей центрального банку та економічної політики в цілому.

Висновки до розділу 1

У розділі 1 розглянуто засади монетарної політики, висвітлено основні та допоміжні інструменти монетарної політики, описано аспекти їх функціонування та імплементації у звичайних умовах та під час війни.

Залежно від обраної центральним банком стратегічної мети, розділяють такі види, або режими, монетарної політики:

- Монетарне таргетування;
- Валютне таргетування;
- Інфляційне таргетування;
- Змішана політика.

Цілі монетарної політики центральний банк може реалізовувати, використовуючи низку доступних йому інструментів:

- Облікова (ключова) ставка;
- Рефінансування комерційних банків;

- Операції на відкритому ринку;
- Валютні інтервенції;
- Норма обов'язкового резервування та інші.

Варто розуміти, що ефективність тих чи інших інструментів монетарної політики в мирний час не обов'язково свідчить про їх ефективність під час війни. Так, наприклад, в умовах значних ризиків та невизначеності війни погіршується робота трансмісійного механізму, що зменшує значення ключової ставки як основного інструменту монетарної політики, та ускладнює інфляційне таргетування.

Водночас, під час війни з'являються додаткові стимули до фіксації обмінного курсу — це дозволяє зменшити негативні ефекти психологічної паніки та зберегти соціально-економічну стабільність, хоч і в мирний час плаваючий курс є більш поширеним, особливо у країнах, що вже успішно застосовують макропруденційну політику.

Однак жодна економічна чи монетарна теорія не здатна дати відповіді щодо того, яка монетарна політика точно буде успішною в умовах війни — не в останню чергу через те, що вплив таких великих і непередбачуваних потрясінь, як великі війни, складно достовірно оцінити, дослідити та викласти теоретично. На щастя, за останні десятиліття людство бачило небагато повномасштабних конвенційних воєн з мобілізацією економіки. Зрештою, теорія — це узагальнення практики, тож малий досвід не сприяє формуванню теоретичних напрацювань стосовно монетарної політики під час війни.

На жаль, саме Україні випала важка доля емпіричним шляхом проторувати стежку для майбутніх досліджень щодо успішних та невдалих рішень та інструментів монетарної політики під час війни. Трохи полегшити цей шлях може аналіз тих відносно нечисленних прикладів монетарної політики різних держав світу під час війни, які наведено у розділі 2.

РОЗДІЛ 2. ІНОЗЕМНИЙ ДОСВІД МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ПІД ЧАС ВІЙНИ

2.1) Історичний взаємозв'язок війни та монетарної політики

Проблема фінансування воєнних видатків та функціонування держави в цілому під час війни гостро стоїть перед людством ще з моменту перших воєн, що відбувалися у спільнотах з будь-якими наявними грошовими відносинами. Ще у 500 році до н.е. китайський стратег та автор книги про мистецтво війни Сунь-Дзи писав: «Де армія, там високі ціни; коли ціни ростуть, добробут людей виснажується» [16]. Звісно, мова йде про неймовірну кількість ресурсів, що необхідна для забезпечення діяльності тисяч, десятків тисяч, сотень тисяч солдатів. Зі зростанням попиту на ті товари та послуги, що залучаються для забезпечення армії, зростають і ціни на них.

Якщо під час доіндустріальних воєн з початком війни армії зазвичай залишалися на самозабезпеченні, то з поступом науково-технологічного прогресу та розширенням масштабів воєнних дій зростало залучення всієї держави в цілому до війни та значно зростав вплив війни на економіку, інфляцію. Особливого значення набуло питання фінансування війни: від джерел, обраних державою як пріоритетні, стало залежати те, наскільки війна вплине на добробут усіх громадян. Англійський економіст Джон Мейнард Кейнс виокремлює три основні джерела, за допомогою яких уряд може фінансувати війну: податки, урядові облігації, та емісія грошей [17].

Питання оподаткування під час війни, його можливі обсяги з урахуванням необхідності залучати до державного бюджету значні обсяги нарахувань, але водночас потреба балансувати податковий тягар підприємств з їх можливістю працювати в умовах збільшених ризиків є важливою темою, але лежить поза межами цієї роботи.

Однак випуск та продаж урядових облігацій, або воєнних облігацій під час війни, а також емісія грошей, що часто переплетена з тими самими облігаціями, є прямо пов'язаними з монетарною політикою, і впродовж безлічі воєн в історії людства виступали одним із основних джерел фінансування воєнних видатків, а також однією з причин поглиблення економічних проблем, які виникають під час війни. Неконтрольована емісія грошей, або ж фінансування випуску воєнних облігацій за рахунок емісії грошей, можуть значно посилити ризик гіперінфляції у країні, посилити погіршення соціально-економічного становища населення та зменшити добробут нації. Неправильна монетарна політика під час війни може підірвати можливість країни до оборони та ускладнити чи взагалі унеможливити здобуття перемоги.

На жаль, повномасштабне вторгнення Росії, мобілізація населення та економіки, значне зростання державних видатків на оборону, необхідність втримання стабільності грошово-кредитного ринку та максимально можливе збереження соціально-економічного добробуту змушують нас шукати відповіді на складні питання в історичному досвіді інших країн, яким довелося теж пережити війну. Однак, як показує історична практика, досвід цей часто вже є нерелевантним для України з низки причин, а ті виклики, що стоять перед нашою державою сьогодні, є багато в чому безпрецедентними. Однак, дослідивши монетарну політику іноземних країн під час війни, інструменти, якими вони користувалися та помилки, яких вони допустилися у процесі імплементації цих інструментів, дають нам цінні інсайти та точки опори для подальших монетарних експериментів.

У цьому розділі розглянуто монетарний досвід країн-учасниць Другої світової війни; монетарні виклики, що стояли перед Південною Кореєю та Південним В'єтнамом; досвід перманентної війни Ізраїлю; помилки, що призвели до гіперінфляції у Югославії; повоєнне відновлення у більш сучасних конфліктах Близького Сходу та Афганістану.

2.2) Монетарна політика та Друга світова війна

Друга світова війна стала найбільшим глобальним військовим конфліктом за всю історію людства. Ця війна вимагала максимальної мобілізації всіх людських та економічних ресурсів від усіх країн-учасниць. Відповідно, монетарні політики як країн Антигітлерівської коаліції, так і Країн вісі були спрямовані на досягнення однієї мети – перемоги.

Початок війни в Європі суттєво змінив спосіб функціонування Федеральної резервної системи (ФРС) США як центрального банку країни в період, коли участь США у конфлікті стала неминучою. Найважливішим викликом для ФРС було подолання можливості виникнення дуже великих фіскальних дефіцитів через збільшення військових витрат. Ще до періоду активної участі США у конфлікті розширення оборонної програми та рішення про фінансування закупівлі союзниками військових матеріалів у США (за програмою ленд-лізу) значно збільшили видатки американського уряду. Після рішення про активну участь у конфлікті уряд США значно збільшив свої витрати, підтвердивши попередні очікування. Незважаючи на те, що казначейство більше покладалося на оподаткування, ніж під час Першої світової війни, і незважаючи на збільшення податкових надходжень від суттєвого розширення промислового виробництва, активна участь у війні призвела до різкого збільшення федерального дефіциту [18].

Дійсно, протягом Другої світової війни частка податкових надходжень у всіх надходженнях американського уряду становила 30,2% — порівняно з 20,8% під час Першої світової війни [19]. А втім, зважаючи на необхідність фінансувати не тільки власні воєнні видатки, але й допомагати союзникам, американці не могли обійтися від випуску воєнних облігацій. Для того, щоб забезпечити якомога меншу вартість залучення коштів до бюджету, Казначейство США, по суті, взяло ФРС під свій контроль. У 1939 році, незадовго до початку конфлікту в Європі, ФРС здійснила деякі покупки на відкритому ринку, щоб вплинути на

прибутковість короткострокових державних облігацій. Метою було сприяти стабільності на ринках короткострокового фінансування та запобігти ринковим коливанням перед обличчям невизначеності на початку війни. Як тільки Сполучені Штати офіційно вступили у війну, ФРС взяла на себе тверде зобов'язання підтримувати ціни на державні облігації. У квітні 1942 року Федеральний комітет з відкритого ринку оголосив, що підтримуватиме річну ставку казначейських векселів на рівні трьох восьмих 1 відсотка, купуючи або продаючи будь-яку кількість казначейських векселів, пропонувані або затребувані за цією ставкою. Для державних цінних паперів з більш тривалим терміном погашення ФРС також встановила максимальну прибутковість (або мінімальну ціну), будучи готовою купити будь-яку кількість цих цінних паперів, яка була необхідна, щоб запобігти перевищенню максимальної прибутковості. Таке прагнення підтримувати низьку дохідність (високі ціни) державних векселів та облігацій обов'язково призводило до купівлі значного обсягу державних цінних паперів, що спричинило істотне розширення балансу ФРС і, зокрема, грошової бази. Дійсно, з серпня 1939 року по серпень 1948 року грошова база США зростає на 149 відсотків [18].

Велика Британія також зробила висновки з досвіду Першої світової війни, та переглянула свою концепцію фінансування воєнних потреб. На початку війни уряду стало очевидно, що бюджетні видатки будуть значними, і треба шукати джерела їх майбутнього покриття. Кейнс у своїх роботах, присвячених фінансуванню війни, ставив питання рубом: можна або друкувати кошти, або продавати населенню облігації, або збільшувати податки. В усіх трьох випадках, зрештою, за війну платитиме населення країни — чи-то через пряму сплату податків, чи-то через ефекти інфляції, що ляжуть на їх плечі; у відомому есе 1940 року «Як платити за війну» Кейнс доводив, що найкращим шляхом є заохочення добровільно-примусової економії та інвестиції домогосподарствами у військові облігації, а також посилене оподаткування [20]. Така політика, активно пропагована Кейнсом, зрештою лягла в основу британського підходу до

фінансування воєнних видатків. Однак, як показує приклад США, за таких масштабів бойових дій та мобілізації забезпечити повноцінне фінансування війни за допомогою одних лиш податків практично неможливо.

Для того, щоб зробити фінансування війни за допомогою воєнних облігацій менш обтяжливим для бюджету, британське Казначейство успішно співпрацювало з Банком Англії. Перед урядом стояла нетривіальна задача уникнення помилок Першої світової війни, коли намагання фінансової системи провадити свою діяльність, як у мирний час, призвели до суттєвого зростання відсотків за облігаціями та збільшенню боргового тягаря уряду. Під час Другої світової війни Казначейство, Банк Англії та вся банківська система країни (яка взяла на себе джентльменське зобов'язання в усьому сприяти уряду) втримували відсотки за облігаціями в межах трьох відсотків. Саме така взаємодія усіх суб'єктів грошово-кредитного ринку, яка була б неможливою без безкорисної патріотичної допомоги банків, дозволила зберегти гроші дешевими та водночас не збільшувати надмірно кількість грошей в обігу, спрямовуючи їх натомість у ті самі облігації [21].

Нацистська Німеччина також послідовно провадила політику фінансування війни за рахунок інтенсифікації інвестування населенням у воєнні облігації та подібні цінні папери. Однак стан та характеристики економіки Німеччини фізично не дозволяли їй бути економічним конкурентам таким країнам-союзникам, як США, Велика Британія та колонії, СРСР. Для того, щоб мати змогу боротися з союзниками, Німеччина активно і нещадно експлуатувала окуповані території. Під кінець війни економічне становище Німеччини було безнадійним, і з середини 1944 нацистський уряд перейшов до політики безконтрольної емісії коштів для того, щоб покривати термінові видатки. Очевидно, що така монетарна політика не пройшла б безслідно, але капітуляція Німеччини, колапс усієї економіки та подальша окупація не дозволяють об'єктивно оцінити наслідки такого фіскального домінування [22].

Отже, під час Другої світової війни широкого поширення здобули воєнні облігації, що стали одним із ключових способів фінансування масштабних воєн. Важливою умовою успішного для бюджету розміщення воєнних облігацій є координація дій центрального банку та урядової установи, яка є відповідальною за фінанси — тобто спільне бачення кінцевої мети та інструментів економічної політики, що застосовують всі державні інституції. Без такої координації, без стратегічного бачення способу функціонування економіки під час війни розміщення воєнних облігацій стає обтяжливим чи то для центрального банку, чи то для уряду, і не дозволяє використати цей інструмент максимально ефективно та з користю для досягнення перемоги у війні.

2.3) Монетарна політика Кореї та В'єтнаму під час війни

Наступними за хронологією значними воєнними конфліктами ХХ століття були Корейська війна та війна у В'єтнамі. Обидві війни були затяжними конвенційними війнами, в яких відкрито воювали дві країни-сторони конфлікту (не зважаючи на те, що і у випадку Корейської війни, і у випадку війни у В'єтнамі були всі ознаки проксі-конфлікту, коли в бойових діях з обох боків брали участь також наддержави), та які були виснажливими для урядів обох країн у фінансово-економічному плані. І Корея, і В'єтнам зіштовхнулися з викликом фінансування значних воєнних операцій та водночас функціонування державного апарату та економіки в цілому в тилу.

Обидві країни – і Південна Корея, і В'єтнам – мали багато спільного: відсутність на той час розвинутих податкових інституцій, примітивні аграрні економіки з низькою еластичністю пропозиції та утворенням значної частки ВВП в бартерному секторі економіки, відсутність розвинутої банківської системи, мобілізація суспільства з призовом значної частки чоловіків на фронт, що зменшувало наявні в економіці трудові ресурси.

Незважаючи на значну інтенсивність бойових дій та окупацію більшої частини країни у перші роки війни, південнокорейський уряд мав профіцит бюджету аж до третього року війни, не в останню чергу через те, що значну частку витрат на ведення війни – як-от фінансування видатків на утримання внутрішньо переміщених осіб та військовополонених – взяло на себе командування військ ООН. Тільки наприкінці 1952 – на початку 1953 років південнокорейський уряд був змушений звернутися по позики до центрального банку Кореї, щоб профінансувати ними бюджетні видатки, тим самим значно збільшивши пропозицію грошей, що зросла більш ніж утричі: з 10,4 млрд вон у червні 1952 року до 34,9 млрд вон у грудні 1953 року [23].

У Кореї в перший рік війни спостерігалася значна інфляція, що за підсумками 1951 року становила 512%. У В'єтнамі вдалося уникнути таких показників, здебільшого через те, що США, які брали активну участь в обох конфліктах, застосовував різні наявні йому стабілізаційні інструменти для підтримки південнов'єтнамського уряду та стримування інфляції на прийнятних рівнях, що, наприклад, за підсумками 1969 року – в розпал війни – становила всього 15% [23].

Водночас відсутність розвиненого грошово-кредитного ринку, простодушне населення, що не було зацікавлене у переведенні своїх грошових заощаджень у форму військових облігацій та невідповідність їхньої ставки ринковій ставці (так, у Кореї п'ятирічні облігації випускали під 5 відсотків річних, у той час як ставки на ринку сягали 60, навіть 240 відсотків річних) [23], пропозиція грошей, що тільки меншою мірою складалася з переказних депозитів (що, відповідно, зменшувало вплив зміни обсягу обов'язкових резервів), небажання урядів випускати облігації з постійною купівельною спроможністю, та функціонування наявних комерційних банків та центральних банків як безмежного джерела покриття фіскальних потреб урядів призвели до того, що вплив власне монетарної політики на стабілізаційні процеси в економіках і Кореї, і В'єтнаму був мінімальним.

Однак навіть у таких умовах уряди обох країн змогли імплементувати ефективний механізм монетарного контролю, який полягав у застосуванні авансових депозитів на імпорт в якості штучного обмеження обсягів імпорту. Задля того, щоб отримати дозвіл на ввезення товарів з-за кордону, імпортер мав покласти на рахунок в банку авансовий депозит у розмірі від 10% до 30% від вартості імпорту. Ефективність такого обмеження залежить на конкретний розмір авансової частки та на обсяг імпорту. Зі зростанням обсягів імпорту, таке монетарне обмеження стає більш відчутним. Застосування авансових депозитів зменшувало можливості підприємців імпортувати товари (і, відповідно, зменшувало стимули до відтоку валюти з країни) та допомогло стабілізувати економіку Кореї та В'єтнаму в тих умовах, в яких перебували ці країни [23].

Монетарний досвід Кореї та В'єтнаму складно назвати релевантним для сучасних українських умов через економічну кон'юктуру, наявні інституції та воєнну ситуацію. Варто почати з того, що на боці і Південної Кореї, і Південного В'єтнаму воювали значні іноземні контингенти — збройні сили ООН у випадку Кореї та американський контингент у В'єтнамі — що зменшувало навантаження на уряди двох країн з необхідності фінансувати навчання та утримання великої кількості військовослужбовців та військової техніки. Окрім цього, сучасна економіка України є на порядок більш розвинутою, ніж більш примітивні економіки тогочасної Кореї та В'єтнаму — відповідно, монетарні процеси в Україні є набагато складнішими та відповідне коригування монетарної політики в нашому випадку є значно ускладненим. Відсутність в тогочасних Кореї та В'єтнамі розвинутих банківських систем також не додає їх досвіду релевантності. Водночас застосування авансових депозитів на імпорт може стати ефективним способом імпортного контролю в сучасній Україні для зменшення тиску на обмінний курс.

2.4) Перманентна війна: досвід Ізраїлю

В одній епосі з війною у В'єтнамі відбулася ще один значний збройний конфлікт — Війна Судного Дня, що була вторгненням об'єднаних сил арабських країн на підконтрольні Ізраїлю території. Ця війна, що тривала трохи менше трьох тижнів восени 1973 року, не була першою для держави Ізраїль — загалом з моменту проголошення незалежності і дотепер Ізраїль брав участь у восьми повномасштабних війнах з сусідніми арабськими країнами, двох Палестинських повстаннях-інтифадах та численних менших збройних конфліктах. Фактично держава Ізраїль перманентно знаходиться у стані готовності до збройного протистояння, що накладає свій слід на економічну політику держави. З іншого боку, за десятиліття конфліктів різного ступеня інтенсивності ізраїльський уряд адаптувався до складних умов і продовжує ефективно функціонувати навіть в часи загострення. Не в останню чергу цього вдалося досягти завдяки масштабній іноземній допомозі, що отримує Ізраїль. Так, під час уже згаданої Війни Судного Дня та протягом декількох наступних місяців Ізраїль отримав грантової та кредитної допомоги від Сполучених Штатів Америки на загальну суму в майже 12 млрд доларів США (у цінах 2022 року), ще 5,5 млрд доларів США живих коштів вдалося зібрати єврейській діаспорі по всьому світу [24]. Таким чином, за три місяці від початку Війни Судного Дня Ізраїль отримав фінансової підтримки на загальну суму у 17,5 млрд доларів США. Це зменшило необхідність у застосуванні центральним банком Ізраїлю будь-яких особливих монетарних інструментів для підтримки грошово-фінансової системи у скрутний час. З урахуванням того, що на цей період було мобілізовано 15% робочої сили Ізраїлю, іноземна фінансова підтримка стала тим стрижнем, що зменшив економічне навантаження у країні.

Ізраїльський досвід демонструє важливість іноземних фінансових вливань, що дозволяють зберегти стабільність навіть під час війни. Для України

важливим є збереження та примноження іноземної підтримки, зокрема і фінансової, що дозволить послабити тиск на нашу монетарну систему.

2.5) Хорватська війна за незалежність та гіперінфляція в Югославії

У подальші десятиліття тривалі конвенційні війни, за деякими винятками, поступилися меншим, локальним конфліктам, та обмеженим воєнним операціям. Одним із основних винятків є розпад Югославії та подальші війни між новоутвореними державами, зокрема Хорватська війна за незалежність.

Незалежна Хорватія увійшла у війну без власної валюти — у 1991 році вона досі використовувала югославські динари. До кінця 1991 року Хорватський народний банк, центробанк країни, робив значний внесок у фінансування війни, випускаючи гроші; однак гроші, які він випускав, були грошима ворога, адже емітентом югославського динару був Народний банк Югославії з центром у сербському Белграді. Перед війною Хорватському народному банку вдалося накопичити в себе значні обсяги югославських банкнот, які поступово вводили в обіг після початку війни. Те, що Хорватії вдалося реалізувати таку схему, свідчить про некомпетентність і неорганізованість, яка панувала в Белграді, оскільки Народний банк Югославії не вчинив жодних дій на випередження та не помітив або не забажав ніяк реагувати на те, що, по суті, ворожа держава взяла на себе роль додаткового емітента югославської валюти. Очікуваним результатом такого фіскального домінування у Хорватії стало те, що місячний рівень інфляції зріс з 6,1% у травні 1991 року до 25,3% у жовтні 1991 року. Однак відстрочення грошової реформи призвело до того, що тягар інфляції ліг на югославські, а не на хорватські гроші. Інфляція, безсумнівно, була неминучим наслідком покриття державних доходів за рахунок друку грошей під час цього першого, найкритичнішого етапу війни, коли сербські війська невпинно просувалися, а Хорватія зіштовхнулася з гострою нестачею зброї, боєприпасів та

амуніції. Нова хорватська валюта під назвою хорватський динар була введена лише в той час, коли виживання Хорватії як незалежної держави уже не видавалося неможливим, а було практично забезпеченим, а постачання зброї для підтримки воєнних дій значно покращилося. Ці сприятливі перспективи та очікування всіх економічних суб'єктів дуже сприяли зниженню інфляції, і дійсно, місячні темпи інфляції знизилися до 11,3% у лютому 1992 року. Коли югославські банкноти були вилучені з обігу в Хорватії, міністру фінансів Хорватії вдалося повернути схему з негайної продажі цих коштів на чорних валютних ринках Сербії та Боснія і Герцеговини, позбутися непотрібних уже югославських динарів і заробити значний обсяг німецьких марок внаслідок цього валютного обміну. Сербська влада в цілому та Народний банк Югославії зокрема готувалися вжити контрзаходів, анулювавши старі югославські банкноти та організувавши їх офіційний обмін на нові банкноти, але це рішення було ухвалено і імplementовано із затримкою в чотири дні, що не змогло перешкодити намірам хорватського уряду [25].

Таким чином, хорватський уряд зміг успішно скористатися тими нетиповими можливостями, що відкривалися перед ним, і використати свій короткий період валютного режиму без окремого законного засобу платежу з максимальною користю для себе і для воєнного успіху. Це є наочною демонстрацією того, що на війні як на війні — і воюють усі, навіть центральні банки; монетарна політика має провадитися із урахуванням цього фактору і з застосуванням нетипових та ризикованих ходів тоді, коли це може бути виправдано.

Водночас Югославія продемонструвала тотальне невігластво та нерозуміння наслідків власних дій, спочатку ігноруючи очевидну проблему використання власної валюти у ворожій державі, а потім тільки посилюючи та продовжуючи продукувати ті негативні ефекти, які Хорватія звалила на монетарну систему Югославії. Так, на додачу до хорватського фіскального домінування, сама Югославія фінансувала свої державні та воєнні видатки саме

шляхом додаткового випуску грошей. Так Народний банк Югославії продовжував «славетні» традиції, які уклалися в монетарній політиці Югославії ще за часів правління Йосипа Броз Тіто, коли держава постійно фінансувала бюджетний дефіцит за рахунок друку коштів. У часи Тіто це призводило до щорічної інфляції у 15-25%. Однак продовження такої невваженої політики під час війни та необхідність фінансувати потуги зі встановлення «сербського світу» на уже колишніх на той час територіях Югославії зрештою призвели до гіперінфляції. Так, у січні 1994 року інфляція у річному вираженні становила 116545906563330% (116,546 трильйонів відсотків) [26].

Югославська гіперінфляція та нездатність тогочасної влади подолати її (а Народний банк Югославії в той час тільки підживлював інфляцію, друкуючи дедалі більше грошей) призвели до фактичного встановлення в Югославії двох різних валют, що функціонували паралельно: держава друкувала гроші та виплачувала зарплати бюджетникам та пенсії і соціальні виплати у югославських динарах, у той час як більша частина населення та бізнесу перейшла на використання німецьких марок. Ціни в магазинах позначали саме в них, прикриваючись назвою «умовні одиниці», яка добре відома українцям з 1990-х та початку 2000-х років. Галопуюча інфляція та широке використання німецьких марок у побуті призводило до поглиблення соціальної прірви між тією частиною населення, що мала доступ до іноземної валюти, та тією, що вимушено отримувала свої доходи в югославських динарах. Влада ж звинувачувала в усьому санкції ООН, які були всеосяжними та вкрай болючими для югославської економіки, однак первинним джерелом інфляції був усе-таки югославський уряд, його невдалі монетарні рішення та бажання продовжувати агресивну війну та геноциди у сусідніх країнах [27].

Сербський досвід демонструє нам, наскільки небезпечним є шлях неконтрольованої емісії грошей з метою покриття бюджетного дефіциту під час війни. Не маючи доступу до західної підтримки чи кредитування, югославський уряд продовжував друкувати все більше і більше коштів, не зважаючи на всі

негативні наслідки. Неконтрольована гіперінфляція призвела до широкої та всезагальної «дойчмаркізації», або поширення німецької марки в якості засобу платежу. Це свідчить про критичну важливість максимально можливого в умовах війни балансування бюджету на пошуку додаткових джерел фінансування дефіциту, окрім бездумної грошової емісії. Варто зазначити, що югославський уряд не випускав воєнних облігацій та навіть не розглядав їх у якості можливого джерела наповнення бюджету за рахунок заощаджень населення, натомість вдавався до нічим неприкритого мародерства та використання коштів населення у бюджетних потребах шляхом встановлення різноманітних обмежень на використання банківських рахунків. Активне використання воєнних облігацій та популяризація їх серед населення могла полегшити тягар фінансування війни.

2.6) Повоєнна монетарна політика

До повномасштабного вторгнення Російської Федерації в Україну у лютому 2022 року історія воєн ХХІ століття була історією воєн гібридних, локальних повстань та обмежених міжнародних інтервенцій. Тільки дві війни — війну в Афганістані та війну в Іраку — можна за своїми масштабами та впливом на економічні процеси порівняти з сучасною війною в Україні. Водночас найбільш корисним для нашої країни є економічний досвід Афганістану та Іраку щодо повоєнного відновлення, в тому числі монетарного.

Ці обидві війни залишили Афганістан та Ірак у руїнах, і по завершенню активних фаз конфліктів на місцеві уряди (у випадку Іраку — ще й окупаційну адміністрацію) та міжнародну спільноту було покладено великий тягар необхідності початку відбудови та перезапуску економіки. В обох країнах ситуація погіршувалася тим, що довіру до національних валют було повністю зруйновано. Значні обсяги монетарного фінансування бюджетів призвели до

катастрофічної девальвації національних валют. І в Афганістані, і в Іраку значного поширення набула де-факто доларизація економіки. Так, в Афганістані користувалися не тільки долларом США, але й валютами всіх сусідніх держав, які замінили собою афганський афгані. Проблема фактичної відсутності робочої національної валюти ставила перед урядами відновлення питання визнання фактичної доларизації з відкладанням грошової реформи та поверненням власної валюти на майбутнє. Однак і Афганістан, і Ірак відмовилися від такого розвитку подій, справедливо побоюючись, що після втрати монетарного контролю та закріплення статусу долара, центральні банки цих двох країн більше ніколи не зможуть повернутися до національної валюти [28][29].

Результати відновлення економік Афганістану та Іраку неможливо назвати успішними, в першу чергу через відсутність безпекової стабільності в цих країнах, що перешкоджає притоку зовнішніх інвестицій та відновленню бізнесу. Водночас за останні два десятиліття уряди цих країн припустилися численних помилок, що не сприяли активізації економічного розвитку. Так, наприклад, монетарна політика Центрального Банку Іраку ніяк не узгоджувалася з урядовою економічною політикою. Зважаючи на значну важливість монетарної політики у досягненні та збереженні макроекономічної стабільності, можновладцям необхідно було створити такий клімат для монетарної політики, за якого б Центральний Банк діяв вільно та незалежно, а імплементація його інструментів не мала ставитися під сумнів. Дослідники зазначали, що для повоєнного відновлення Іраку важливою була координація монетарної політики з іншими економічними політиками уряду, а не домінуванням інтересів однієї політики над усіма іншими. Водночас Центральний Банк має діяти не у відриві від усієї економіки та цілей уряду, а усвідомлювати, що всі його рішення (що мають бути ухвалені незалежно) не мають іти у відриві від загальноурядової політики [30].

Остання теза є вкрай важливою в українському контексті, оскільки останній розвиток подій та полеміка між Національним Банком України та

Міністерством фінансів свідчать про різне світоглядне бачення ключових проблем економіки України та, відповідно, різні, неузгоджені шляхи їх розв'язку. Детально це питання буде розглянуто у наступному, третьому розділі роботи.

Висновки до розділу 2

Монетарний досвід іноземних країн під час війни демонструє, що немає єдиного рецепту монетарного реагування на виклики воєнного часу. Більше того, історичний досвід неможливо напряму застосувати в Україні з ряду причин, ключовою з яких є безпрецедентність нашої війни та її впливу на економічні процеси (як внутрішні, так і глобальні). Водночас, варто взяти до уваги ряд напрацювань монетарної політики воєнного часу, які можуть стати корисними при напрацюванні монетарної політики під час війни та під час повоєнного відновлення в Україні.

Воєнні облігації дійсно є одним із ключових джерел фінансування масштабних воєн, застосовувалися під час Першої та Другої світових воєн, і знову стали актуальними під час Російсько-Української війни. Важливою умовою успішного для бюджету розміщення воєнних облігацій є координація дій центрального банку та урядової установи, яка є відповідальною за фінанси — тобто спільне бачення кінцевої мети та інструментів економічної політики, що застосовують всі державні інституції. Без такої координації, без стратегічного бачення способу функціонування економіки під час війни розміщення воєнних облігацій стає обтяжливим чи то для центрального банку, чи то для уряду, і не дозволяє використати цей інструмент максимально ефективно та з користю для досягнення перемоги у війні.

Ізраїльський досвід функціонування економіки, фінансування видатків та монетарної політики демонструє важливість іноземних фінансових вливань, що

дозволяють зберегти стабільність навіть під час війни. Для України важливим є збереження та примноження іноземної підтримки, зокрема і фінансової, що дозволить послабити тиск на нашу монетарну систему.

Розпад Югославії, Хорватська війна за незалежність та гіперінфляція у Югославії (Сербії) дає дві цінні настанови: по-перше, монетарні установи держави є таким же важливим учасником війни, як і збройні сили, і від кмітливості центрального банку напряду залежить наближення перемоги; по-друге, як демонструє сербський досвід, неконтрольована емісія грошей з метою покриття бюджетного дефіциту під час війни є вкрай небезпечною і призводить до гіперінфляції.

Зрештою, більш сучасні приклади монетарної політики під час та після війни в Афганістані та в Іраку дають наочний приклад того, що економічна політика всіх урядових інституцій — починаючи від міністерств і закінчуючи центральним банком — має бути узгодженою та працювати на досягнення спільної стратегічної мети.

У розділі 3 досліджено, як війна змінила монетарну політику України, які кроки були зроблені Національним Банком України для стабілізації ситуації та зроблено оцінку того, чи були вони успішними та що можна змінити для подальшого покращення ситуації.

РОЗДІЛ 3. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ ДО ТА ПІД ЧАС ВІЙНИ ТА МОЖЛИВІ ШЛЯХИ ПОКРАЩЕННЯ

3.1) Монетарна політика України до повномасштабного вторгнення РФ

За останні 8 років Україна значно покращила свій підхід до монетарної політики. У 2015 році Національний Банк перейшов від режиму таргетування валютного курсу до режиму інфляційного таргетування. Цьому передували роки дискусій та підготовки. Доцільність переходу до режиму таргетування інфляції обґрунтовували ще у 2009-2010 роках [31][32]. Було проведено значну підготовчу роботу, зокрема, із розбудови системи макроекономічного прогнозування НБУ, що є важливою передумовою переходу до таргетування інфляції. Після Революції Гідності у 2014 році з'явилася політична воля та стала очевидною нагальність переходу до інфляційного таргетування, і поступово було проведено колосальну роботу з розбудови інституційної спроможності НБУ, усунення неприбуткових функцій центрального банку, налагодження роботи Ради НБУ.

Результати політики інфляційного таргетування Національним Банком дійсно можна вважати успішними. Голова Ради НБУ зазначає, що вдалося знизити волатильність інфляції: «стандартне відхилення інфляції зменшилося із 7.3 в. п. до 4.2 в. п., що свідчить про дієвість режиму ІТ в досягненні цінової стабільності» [33]; окрім цього, запровадження необхідних для імплементації таргетування інфляції політик, як-от гнучкий обмінний курс та прогнозованість монетарних рішень, українська економіка стала більш стійкою та менш вразливою до зовнішніх потрясінь; після переходу до політики пом'якшення з кінця 2019 значно зменшилися ставки за гривневими кредитами для суб'єктів господарювання, що опустилися нижче 10% та перебували на такому рівні аж до лютого 2022, що сприяло пожвавленню економічної діяльності.

Водночас дієвість трансмісійного механізму в Україні порушує, як вказує Гаврилишин, «Нерозвиненість інших сегментів фінансового ринку (фондовий ринок, ринок небанківських фінансових компаній тощо), переважання в структурі наданих кредитів домогосподарствам споживчих кредитів та надвисокий рівень ліквідності банківської системи» [33]. Погіршують дієвість механізму також нестабільна фіскальна ситуація з постійним дефіцитом бюджету, який вдалося мінімізувати у 2017-2019 роках, але який знову досяг рекордних значень у 3-5% у 2020-2021 роках, а також, звісно, тривала війна на сході України та ті зовнішні ризики, які вона привносила у систему.

Значним досягненням грошово-кредитної політики стало очищення банківської системи від неплатоспроможних банків, що відбулося у 2014-2018 роках. Більше ніж 50% банків було виведено з ринку — зі 180 банків, наявних на початок 2014 року, до 2018 у 94 ввели тимчасову адміністрацію [34]. Оздоровлення банківської системи значно підвищило її стійкість, що проявилася вже у 2020 році, коли вперше в історії України економічна криза (викликана глобальною пандемією COVID-19) не супроводжувалася кризою банківською.

Отже, станом на 23 лютого 2022 року Україна мала низку переваг для успішної грошово-кредитної політики, які вона здобула за роки важкої роботи: інституційно спроможний та незалежний центральний банк, що успішно перейшов зі спорадичного застосування різних монетарних інструментів до визначених стратегічних цілей та планомірної роботи з їх досягнення; здорова, стійка банківська система, що була здатна абсорбувати значні зовнішні потрясіння.

24 лютого 2022 мало стати звичайним робочим днем для НБУ та всього грошово-кредитного ринку: це був останній четвер перед черговим засіданням монетарного комітету, на якому оголосили б рішення щодо ключової ставки, отже, розпочався б тиждень тиші. Натомість, 24 лютого стало історичним днем для всієї країни та для історії монетарної політики.

3.2) Монетарна політика України під час найгострішої фази війни

Початок повномасштабної війни став великим викликом для всієї країни, для всіх державних інституцій. Зараз, коли пройшло вже більше ніж сто днів воєнного стану, можна впевнено сказати, що Національний Банк України та грошово-кредитна система гідно витримали цей виклик та вистояли під натиском потрясінь.

Зранку 24 лютого НБУ активував свою програму безперервності операцій, та вже за декілька годин після того, як перші російські ракети вдарили по українським містам, почав вводити декілька важливих нововведень. По-перше, обмінний курс було офіційно зафіксовано на рівні 23 лютого 2022 з прив'язкою гривні до долара США. Така відмова від політики плаваючого обмінного курсу дозволила обмеженими валютними інтервенціями втримати психологічну паніку найважчих, перших днів війни. Окрім цього, було введено низку адміністративних обмежень на виведення капіталу з України та на операції з купівлі-продажу валют. Усе це разом дозволило вберегти грошово-кредитний ринок від краху.

Банківська система не рухнула в перші дні війни, а продовжила стабільну роботу. Окрім проведеного очищення банків, така стабільність пояснюється також значним досвідом, здобутим банківськими інституціями під час пандемії коронавірусу, за два роки якої було запроваджено багато цифрових рішень, що дозволило банкам продовжувати обслуговувати клієнтів під час війни без фізичного контакту з ними, подекуди навіть на окупованих територіях.

Про значну стійкість банків свідчить те, що за весь час повномасштабної війни неплатоспроможним було визнано тільки один банк (АТ «Мегабанк»), окрім російських банків, що вивели з ринку. Ймовірно, ситуація погіршуватиметься в майбутньому у зв'язку зі зростанням тягаря непрацюючих кредитів в банках, а також потенційним скасуванням боргових зобов'язань

позичальників, що втратили своє майно внаслідок російської агресії, однак результат роботи банків у перші сто днів війни є позитивним.

2 березня відбулося засідання Правління Нацбанку з питань монетарної політики, на якому було ухвалено рішення про збереження облікової ставки на рівні 10%. Аргументовано таке рішення було тим, що під час війни трансмісійний механізм облікової ставки практично не працює, і будь-які рішення зі зміни ключової ставки не матимуть бажаного ефекту; швидше за все, вони тільки погіршать ситуацію через неможливість достовірного прогнозування їх впливу. Незважаючи на те, що в обґрунтуванні рішення було вказано, що НБУ залишається відданим режиму інфляційного таргетування, де-факто збереження ключової ставки на довоєнному рівні стало тимчасовою відмовою від таргету інфляції як головної цілі монетарної політики.

Така радикальна зміна курсу монетарної політики потребувала юридичного закріплення, і вже 15 квітня рішенням Ради НБУ було ухвалено нові основні засади монетарної політики на період воєнного стану. Так, основою ціллю грошово-кредитної політики було проголошено надійне функціонування банківської та фінансової системи, забезпечення потреб оборони України. НБУ не став виокремлювати якийсь один ключовий інструмент монетарної політики, натомість залишив за собою право використовувати ряд інструментів залежно від поточних потреб та викликів, що стоять перед центральним банком (таблиця 3.1). Загалом же НБУ ще раз засвідчив, що планує повернутися до нормального режиму діяльності з відновленням інфляційного таргетування тоді, коли це дозволить безпекова та макроекономічна ситуація — в першу чергу мова йде про необхідність відновлення можливості робити надійні макроекономічні прогнози, що наразі залишається неможливим.

Таблиця 3.1) Порівняння засад грошово-кредитної політики НБУ до початку війни та на період воєнного стану

Засади грошово-кредитної політики	На 2022 рік та середньострокову перспективу	На період воєнного стану
Ціль монетарної політики	Таргет інфляції 5% ± 1 в. п.	Надійне функціонування банківської та фінансової системи, забезпечення потреб оборони України
Ключовий інструмент	Облікова ставка	Гнучкі інструменти залежно від потреб
Режим обмінного курсу	Плаваючий	Де-факто фіксований
Емісійне фінансування бюджету	Уникнення будь-яких форм фіскального домінування	НБУ може фінансувати потреби бюджету

Джерело: складено автором за даними [35],[36]

Важливою новацією основних засад монетарної політики на період воєнного стану є визнання того, що Національний Банк може фінансувати потреби бюджету шляхом купівлі облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку. 25 лютого Кабінет міністрів оголосив про початок розміщення військових облігацій, що мають на меті залучити кошти до державного бюджету для відбиття агресії Російської Федерації. Це було дуже вчасне рішення, що відповідає світовому досвіду фінансування повномасштабних воєн, а також лягає в загальну канву практики фінансування дефіциту державного бюджету України за рахунок збільшення заборгованості.

Водночас НБУ наголосив, що намагатиметься не допускати фіскального домінування, а також фінансуватиме лише критичні видатки державного бюджету.

Однак за 100 днів війни Національний Банк України профінансував значно більше, ніж винятково критичні потреби уряду. Так, у структурі фінансування бюджету України від початку повномасштабної агресії до 13 червня 2022 року (окрім податкових та митних надходжень) НБУ зайняв чільне місце, придбавши військових облігацій на 190 млрд гривень. Таке емісійне фінансування бюджету додатково розганяє інфляцію в Україні, що склала 17% у річному вимірі у травні 2022. Така ситуація виникла в першу чергу через недостатні обсяги надходжень іноземної фінансової допомоги (рисунок 3.1), яка за умов суттєвого падіння податкових надходжень та дії пільгового мита стала ключовою для фінансування бюджетного дефіциту. За розрахунками Міністра фінансів Марченка, Україні необхідно близько 5 млрд доларів США надходжень фінансової допомоги щомісяця; натомість за весь час повномасштабної війни реально надійшло тільки 6,8 млрд доларів США. Зважаючи на те, що у стані війни деякі видатки не можна відкласти чи скоротити — мова йде в першу чергу про видатки на оборону — НБУ змушений фінансувати ці видатки, збільшуючи свій портфель військових облігацій.

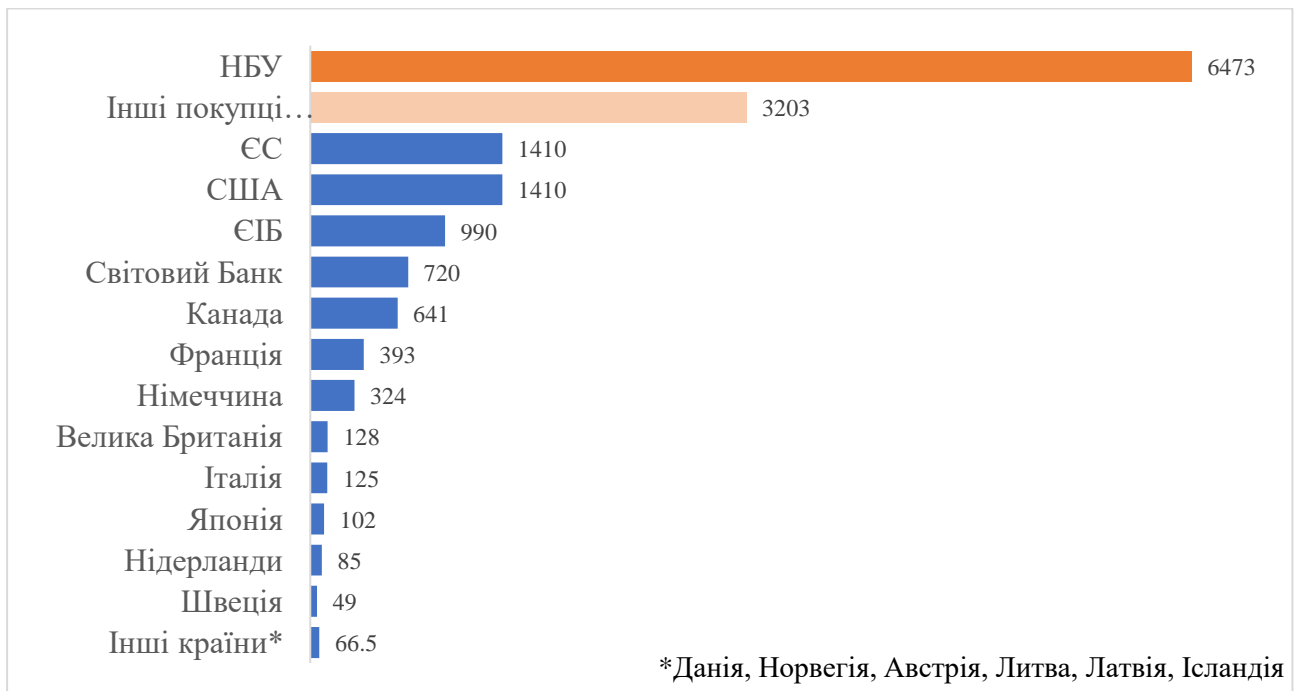


Рисунок 3.1 Джерела фінансування бюджету під час війни станом на 7 червня,
млрд дол США

Джерело: розроблено автором на основі [37]

Фінансування бюджету за рахунок емісії грошей, необхідність підтримувати фіксований обмінний курс шляхом проведення валютних інтервенцій (золотовалютні резерви від початку повномасштабної війни зменшилися вже на 2,5 млрд доларів США) виснажують ресурси Національного Банку України та погіршують макроекономічну ситуацію в середньо- та довгостроковому періоді. Зважаючи на це, у травні 2022 року НБУ став переглядати окремі свої підходи до монетарної політики, що викликало палкі дискусії та часткове нерозуміння у суспільстві, поміж економічних експертів та, що є найгіршим, в уряді.

3.3) Монетарна політика періоду стабілізації та шляхи покращення

21 травня 2022 року відбулася доволі неочікувана подія — Національний Банк оголосив про послаблення обмежень обмінного курсу, дозволивши банкам підняти курс валютної конвертації під час розрахунку платіжними картками та дозволивши банкам продавати готівкову іноземну валюту за курсом, відмінним від офіційного. Таким рішенням НБУ фактично створив двоїсту систему обмінного курсу, за якою паралельно в ході перебувають два обмінні курси — офіційний курс НБУ та ринковий курс, при чому для різних категорій населення та різних економічних суб'єктів застосовуються різні умови.

Оновлення правил обміну валют викликало численні дискусії, здебільшого з негативною конотацією. Дійсно, нова система валютних курсів вдарила в першу чергу по українським біженцям за кордоном, які змушені розраховуватися за свої нагальні потреби за високим курсом, а також для осіб, що отримують свої доходи в іноземній валюті, та втрачають на курсовій різниці. Однак варто розуміти, що за допомогою фіксації курсу продажу валютної виручки і курсу для завезення товарів критичного імпорту, Нацбанк намагається забезпечити якомога менший негативний вплив на споживання українців, що отримують доходи у гривні та купують товари в українських магазинах. Зважаючи також на те, що курсова різниця, що виникла внаслідок запровадження множинного курсу, йде у прибуток банкам, можна констатувати, що Національний Банк таким рішенням намагається посилити стабільність банківської системи, становище тим більше ускладнюється, чим довше триває війна.

За тривалого перебігу військових дій повернення до гнучкого валютного курсу видається малоімовірним сценарієм. Швидше за все, НБУ буде змушений продовжувати ручне регулювання та дію обмежень на валютному ринкові. В умовах війни ринок не зможе регулюватися з виходом на прийнятні точки рівноваги — зашкалюватиме премія за ризик. Найбільш імовірним є перегляд

значення курсу та ре-фіксація його на новому рівні в певний момент часу у майбутньому. Водночас, необхідно розуміти, що зі зміною курсу теоретично можна вплинути на торговельний баланс, девальвувавши гривню та підвищивши вартість імпорту, однак наразі значна частка імпорту є вкрай нееластичною до ціни. Так, Україна не зможе замінити внутрішнім вітчизняним виробництвом критичну воєнну продукцію чи пальне. Таким чином, зміна валютного курсу не обов'язково допоможе реалізувати балансові ефекти. Разом з тим, послаблення курсу гривні неодмінно призведе до девальвації гривневих заощаджень та подальшого погіршення соціально-економічного становища населення, яке і так потерпає від війни.

Отже, найбільш доцільним у середньостроковому періоді видається продовження політики фіксованого обмінного курсу з можливою його подальшою корекцією. Варто також відмовитися від практики множинних курсів, оскільки вона створює зайве соціальне напруження та перепони для експортерів.

2 червня 2022 року НБУ оголосив про підвищення облікової ставки одразу на 15 п.п. — одразу до 25% [38]. Це рішення свідчить одразу про декілька речей:

- По-перше, Національний Банк вважає поточну ситуацію в економіці достатньо прогнозованою, щоб робити спроби впливу на ситуацію за допомогою ключової ставки — однак, НБУ сам зазначає, що таке радикальне підвищення викликано зокрема і порушенням роботи трансмісійного механізму;
- По-друге, в Україні розганяється інфляція, і, підвищивши вартість грошей, Національний Банк намагається стримати її подальше пришвидшення та не допустити гіперінфляції;
- По-третє, Національний Банк бажає полегшити тиск на золотовалютні резерви, які витрачаються на проведення валютних

інтервенцій, підвищивши привабливість гривневих заощаджень та зменшивши попит на іноземну валюту.

Значним негативним побічним ефектом такого рішення стане зростання прибутковості військових облігацій, що підвищить для держави вартість їх залучення. Незважаючи на те, що під час першого після підвищення ставки нового розміщення Міністерство фінансів відмовилося піднімати прибутковість облігацій, аргументуючи це тим, що військові облігації в першу чергу є інструментом підтримки держави, а не інвестиційним інструментом, Кабінет міністрів України 7 червня прив'язав дохідність майбутніх випусків військових облігацій до ключової ставки. Ймовірно, причиною цього став вкрай малий обсяг залучених коштів під час розміщення військових облігацій у той день, що склав усього-навсього 810 мільйонів гривень. НБУ намагається не допустити фіскального домінування, і своїм рішенням про підвищення ключової ставки планує збільшити привабливість військових облігацій для фізичних та юридичних осіб, щоб збільшити їх частку серед покупців облігацій. Водночас невдоволення Міністерства фінансів та початкове небажання підвищувати відсоток дохідності військових облігацій свідчить про нестачу координації дії між НБУ та іншими урядовими інституціями. Це є вкрай небезпечним для економічної політики під час війни, що підтверджує досвід інших країн, та має бути якомога швидше виправлено шляхом створення стратегічних консультативних груп та узгодження дій між різними державними інституціями (зі збереженням поваги до незалежності Національного Банку України).

Оскільки висока облікова ставка не сприяє розвитку кредитування (яке і так суттєво обмежене через високий рівень ризиків), Національному Банку необхідно розглянути можливість перегляду ключової ставки в бік поступового зменшення з метою стимулювання економічного відновлення в Україні по завершенні активних бойових дій.

Задля успішного повернення до практики таргетування інфляції Національному Банку України необхідно почати роботу над розробкою системи макроекономічних моделей та індикаторів, що використовуватимуться в майбутньому для ефективного прогнозування розвитку економічної ситуації та відповідної адаптації політики НБУ з урахуванням інтересів таргетування інфляції та, потенційно, зайнятості та темпів зростання економіки.

Висновки до розділу 3

Початок повномасштабної війни в Україні став великим викликом для всієї країни, для всіх державних інституцій. Зараз, коли пройшло вже більше ніж сто днів воєнного стану, можна впевнено сказати, що Національний Банк України та грошово-кредитна система гідно витримали цей виклик та вистояли під натиском потрясінь. Україна мала низку переваг для успішної грошово-кредитної політики, які вона здобула за роки важкої роботи: інституційно спроможний та незалежний центральний банк, що успішно перейшов зі спорадичного застосування різних монетарних інструментів до визначених стратегічних цілей та планомірної роботи з їх досягнення; здорова, стійка банківська система, що була здатна абсорбувати значні зовнішні потрясіння.

На початку повномасштабного вторгнення Росії НБУ ухвалив низку важливих рішень: відклав перегляд облікової ставки, зафіксував обмінний курс, запровадив ряд адміністративних обмежень, що допомогли зберегти стабільність банківської системи. У подальшому Національний Банк переглянув основні засади монетарної політики на час воєнного стану, дозволивши фінансувати бюджет за рахунок емісії грошей.

Станом на червень 2022 Національний Банк перейшов до наступного етапу монетарної політики під час війни, який виглядає як підготовчий етап до поступового відновлення режиму таргетування інфляції. Існують розбіжності

між позицією Національного Банку, пріоритетом якого є макроекономічна стабільність та стабільність банківської системи, та позицією Міністерства фінансів, ключовою проблемою якого є наповнення бюджету; ці позиції потребують додаткового узгодження та кращої координації дій між цими державними інституціями. НБУ варто зберігати фіксований обмінний курс (з проведенням необхідних корекцій), а облікова ставка має бути поступово зменшена для стимулювання повоєнного економічного відновлення.

ВИСНОВКИ

У першому розділі роботи розглянуто засади монетарної політики, висвітлено основні та допоміжні інструменти монетарної політики, описано аспекти їх функціонування та імплементації у звичайних умовах та під час війни.

Залежно від обраної центральним банком стратегічної мети, розділяють такі види, або режими, монетарної політики:

- Монетарне таргетування;
- Валютне таргетування;
- Інфляційне таргетування;
- Змішана політика.

Цілі монетарної політики центральний банк може реалізовувати, використовуючи низку доступних йому інструментів:

- Облікова (ключова) ставка;
- Рефінансування комерційних банків;
- Операції на відкритому ринку;
- Валютні інтервенції;
- Норма обов'язкового резервування та інші.

Варто розуміти, що ефективність тих чи інших інструментів монетарної політики в мирний час не обов'язково свідчить про їх ефективність під час війни. Так, наприклад, в умовах значних ризиків та невизначеності війни погіршується робота трансмісійного механізму, що зменшує значення ключової ставки як основного інструменту монетарної політики, та ускладнює інфляційне таргетування.

Водночас, під час війни з'являються додаткові стимули до фіксації обмінного курсу — це дозволяє зменшити негативні ефекти психологічної паніки та зберегти соціально-економічну стабільність, хоч і в мирний час

плаваючий курс є більш поширеним, особливо у країнах, що вже успішно застосовують макропруденційну політику.

Однак жодна економічна чи монетарна теорія не здатна дати відповіді щодо того, яка монетарна політика точно буде успішною в умовах війни — не в останню чергу через те, що вплив таких великих і непередбачуваних потрясінь, як великі війни, складно достовірно оцінити, дослідити та викласти теоретично. На щастя, за останні десятиліття людство бачило небагато повномасштабних конвенційних воєн з мобілізацією економіки. Зрештою, теорія — це узагальнення практики, тож малий досвід не сприяє формуванню теоретичних напрацювань стосовно монетарної політики під час війни.

Монетарний досвід іноземних країн під час війни демонструє, що немає єдиного рецепту монетарного реагування на виклики воєнного часу. Більше того, історичний досвід неможливо напряму застосувати в Україні з ряду причин, ключовою з яких є безпрецедентність нашої війни та її впливу на економічні процеси (як внутрішні, так і глобальні). Водночас, варто взяти до уваги ряд напрацювань монетарної політики воєнного часу, які можуть стати корисними при напрацюванні монетарної політики під час війни та під час повоєнного відновлення в Україні.

Воєнні облігації дійсно є одним із ключових джерел фінансування масштабних воєн, застосовувалися під час Першої та Другої світових воєн, і знову стали актуальними під час Російсько-Української війни. Важливою умовою успішного для бюджету розміщення воєнних облігацій є координація дій центрального банку та урядової установи, яка є відповідальною за фінанси — тобто спільне бачення кінцевої мети та інструментів економічної політики, що застосовують всі державні інституції. Без такої координації, без стратегічного бачення способу функціонування економіки під час війни розміщення воєнних облігацій стає обтяжливим чи то для центрального банку, чи то для уряду, і не дозволяє використати цей інструмент максимально ефективно та з користю для досягнення перемоги у війні.

Ізраїльський досвід функціонування економіки, фінансування видатків та монетарної політики демонструє важливість іноземних фінансових вливань, що дозволяють зберегти стабільність навіть під час війни. Для України важливим є збереження та примноження іноземної підтримки, зокрема і фінансової, що дозволить послабити тиск на нашу монетарну систему.

Розпад Югославії, Хорватська війна за незалежність та гіперінфляція у Югославії (Сербії) дає дві цінні настанови: по-перше, монетарні установи держави є таким же важливим учасником війни, як і збройні сили, і від кмітливості центрального банку напряду залежить наближення перемоги; по-друге, як демонструє сербський досвід, неконтрольована емісія грошей з метою покриття бюджетного дефіциту під час війни є вкрай небезпечною і призводить до гіперінфляції.

Зрештою, більш сучасні приклади монетарної політики під час та після війни в Афганістані та в Іраку дають наочний приклад того, що економічна політика всіх урядових інституцій — починаючи від міністерств і закінчуючи центральним банком — має бути узгодженою та працювати на досягнення спільної стратегічної мети.

Початок повномасштабної війни в Україні став великим викликом для всієї країни, для всіх державних інституцій. Зараз, коли пройшло вже більше ніж сто днів воєнного стану, можна впевнено сказати, що Національний Банк України та грошово-кредитна система гідно витримали цей виклик та вистояли під натиском потрясінь. Україна мала низку переваг для успішної грошово-кредитної політики, які вона здобула за роки важкої роботи: інституційно спроможний та незалежний центральний банк, що успішно перейшов зі спорадичного застосування різних монетарних інструментів до визначених стратегічних цілей та планомірної роботи з їх досягнення; здорова, стійка банківська система, що була здатна абсорбувати значні зовнішні потрясіння.

На початку повномасштабного вторгнення Росії НБУ ухвалив низку важливих рішень: відклав перегляд облікової ставки, зафіксував обмінний курс, запровадив ряд адміністративних обмежень, що допомогли зберегти стабільність банківської системи. У подальшому Національний Банк переглянув основні засади монетарної політики на час воєнного стану, дозволивши фінансувати бюджет за рахунок емісії грошей.

Станом на червень 2022 Національний Банк перейшов до наступного етапу монетарної політики під час війни, який виглядає як підготовчий етап до поступового відновлення режиму таргетування інфляції. Існують розбіжності між позицією Національного Банку, пріоритетом якого є макроекономічна стабільність та стабільність банківської системи, та позицією Міністерства фінансів, ключовою проблемою якого є наповнення бюджету; ці позиції потребують додаткового узгодження та кращої координації дій між цими державними інституціями. НБУ варто зберігати фіксований обмінний курс (з проведенням необхідних корекцій), а облікова ставка має бути поступово зменшена для стимулювання повоєнного економічного відновлення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закл. / С. В. Глущенко. - К. : НаУКМА, 2017. - 64 с.
2. Осипчук Д. Г. Інфляційне таргетування в Україні: підходи до запровадження // Наукові праці З / НДФІ. Київ, 2009. № 48. С. 135–142.
3. Monetary Targeting: The International Experience // Reserve Bank of Australia: [Веб-сайт]. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/confs/1989/argy-brennan-stevens.html> (дата звернення: 19.05.2022).
4. Inflation Targeting: Holding the Line // Finance & Development. № 4. С. 72–73.
5. What are the regimes of monetary policy? // Czech National Bank: [Веб-сайт]. URL: <https://www.cnb.cz/en/faq/What-are-the-regimes-of-monetary-policy/> (дата звернення: 19.05.2022).
6. Про монетарну політику // Національний Банк України: [Веб-сайт]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about> (дата звернення: 18.05.2022).
7. Introduction to Monetary Policy // Course Hero: [Веб-сайт]. URL: <https://www.coursehero.com/study-guides/boundless-economics/introduction-to-monetary-policy/> (дата звернення: 18.05.2022)
8. Transmission mechanism of monetary policy // European Central Bank: [Веб-сайт]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html> (дата звернення: 18.05.2022)
9. Як Національний банк може впливати на інфляцію, використовуючи облікову ставку // Національний Банк України: [Веб-сайт]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/keyrate-inflat> (дата звернення: 18.05.2022).
10. Бандура О. В. ОПТИМІЗАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА СТАБІЛІЗАЦІЯ ЦИКЛІЧНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДИНАМІКИ // Економіка і прогнозування. 2021. № 4. С. 102–124.

11. Overview // Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020: annual Report / за ред. International Monetary Fund. Monetary and Capital Markets Department. Washington, D.C, 2021. С. 1.
12. Floating Exchange Rate // Investopedia: [Веб-сайт]. URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/floatingexchangerate.asp> (дата звернення: 20.05.2022).
13. Compilation Guide // Annual Report on Exchange Restrictions 2020: annual Report / за ред. International Monetary Fund. Monetary and Capital Markets Department. Washington, D.C, 2021. С. 49-51.
14. Інструменти монетарної політики // Національний Банк України: [Веб-сайт]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools> (дата звернення: 25.05.2022).
15. Box A: Central Bank Purchases of Government Bonds // Statement on Monetary Policy August 2021 / editor. by Reserve Bank of Australia. Sydney. P. 21-26.
16. Goldstein J. War and Economic History // THE OXFORD ENCYCLOPEDIA OF ECONOMIC HISTORY / editor. by Joel Mokyr. Oxford, 2003. P. 215-217.
17. Keynes J. A Tract on Monetary Reform. London, 1923. 62 p.
18. The Second World War and Its Aftermath // Federal Reserve History: [Website]. URL: <https://www.federalreservehistory.org/essays/wwii-and-its-aftermath> (viewed on: 01.06.2022).
19. Three world wars: Fiscal–monetary consequences // PNAS: [Website]. 2022. URL: <https://doi.org/10.1073/pnas.2200349119> (viewed on: 01.06.2022).
20. Keynes J. How to Pay for the War. London: Macmillan and Co., Ltd, 1940. 88 p.
21. Hughes J. Financing the British War Effort // The Journal of Economic History. 1958., No. 2 Vol. 18. P. 193-199.
22. Johnson Z. Financing the German Economy during the Second World War // West Bohemian Historical Review VII. 2017.№ 1. P. 115-143.

23. Makinen G. E. Economic Stabilization in Wartime: A Comparative Case Study of Korea and Vietnam // *Journal of Political Economy*. 1971., вип. 6 Т. 79. С. 1216-1243.
24. Brilliant M. Israel's Economy Burdened by War // *The New York Times*. 1974. 27 January (#27). P. 26.
25. Schönfelder B. The Impact of the War 1991 – 1995 on the Croatian Economy – A Contribution to the Analysis of War Economies // *Freiberg Working Papers / Technical University Bergakademie Freiberg*. Freiberg, 2005. № 14. P. 1-25.
26. Bogetic Z., Petrovic P., Vujosevic Z. The Yugoslav Hyperinflation of 1992-1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process // *Journal of Comparative Economics*. 1999.№ 27. P. 335-353.
27. The worst episode of hyperinflation in history: Yugoslavia 1993-94 by Thayer Watkins // Kubatana: [Веб-сайт]. URL: <http://archive.kubatana.net/html/archive/econ/010101tw.asp> (дата звернення: 26.05.2022).
28. 5 Monetary and Exchange Rate Policy in a Postconflict Environment // *Reconstructing Afghanistan* / editor. by International Monetary Fund. Washington D.C, 2005. P. 59-71.
29. Sanford J. Iraq's Economy: Past, Present, Future // *Report for Congress*. 2003. URL: <https://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc822598/> (viewed on: 03.06.2022).
30. The Role of Monetary Policy in Achieving Economic Stability and Growth in Iraq 2011–2016 // *The Journal of Private Equity*. 2019., No. 2 Vol. 22. P. 83–90.
31. Гнатів О. Таргетування інфляції як оптимальний режим монетарної політики в Україні // *Регіональна Економіка*. 2009.№ 2. С. 119–125.
32. Модернізація України: пріоритети реформ // *Дзеркало Тижня*. 2010. 9 квіт. (№14). С. 10–15.
33. Шість років інфляційного таргетування в Україні: над чим варто задуматися? // Lb.ua: [Веб-сайт]. 2021. URL:

https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/491781_shist_rokiv_inflyatsiynogo.html (дата звернення: 04.06.2022).

34. Реформа банківського сектору 2014–2018. Основні тенденції та ризики // Democracy House: [Веб-сайт]. URL: <http://www.democracyhouse.com.ua/ua/2018/reforma-bankivskogo-sektoru-2014-2018-osnov/> (дата звернення: 05.06.2022).

35. ОСНОВНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА 2022 РІК ТА СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ: Рішення Ради Національного банку України від 13 вересня 2021 року. Київ: РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ, 2021. 25 с.

36. ОСНОВНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ПЕРІОД ВОЄННОГО СТАНУ: Рішення Ради Національного банку України від 15 квітня 2022 року. Київ: РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ, 2022. 5 с.

37. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни // Міністерство Фінансів України: [Веб-сайт]. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/ukraines_state_budget_financing_since_the_beginning_of_the_full-scale_war-3435 (дата звернення: 07.06.2022).

38. Національний банк України підвищив облікову ставку до 25% // Національний банк України : [Веб-сайт]. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> (дата звернення: 06.06.2022).