

Повоєнна макроекономічна



архітектура для України

RAPID RESPONSE
ECONOMICS
3

CEPR PRESS

Торбйорн Беккер
Баррі Айхенгрін
Юрій Городніченко
Сергій Гур'єв
Саймон Джонсон
Тимофій Милованов
Моріс Обстфельд
Кеннет Рогофф
Ілона Сологуб
Беатріс Ведер ді Мауро

Повоєнна макроекономічна архітектура для України

CEPR PRESS

Centre for Economic Policy Research
187 boulevard Saint-Germain | 75007, Paris, France
33 Great Sutton Street | London, EC1V 0DX, UK

Email: cepr@cepr.org

Web: www.cepr.org

ISBN: 978-1-912179-63-3

Copyright © CEPR Press, 2023.

CEPR

WITH SUPPORT OF CEPR PARIS FOUNDING PARTNERS



Research Fund



Direction générale
du Trésor



SciencesPo

Повоєнна макроекономічна архітектура для України

Торбйорн Беккер, Стокгольмська школа економіки, CEPR

Баррі Айхенгрін, Університет Каліфорнії, Берклі, CEPR

Юрій Городніченко, Університет Каліфорнії, Берклі, CEPR

Сергій Гурієв, Паризький інститут політичних досліджень, CEPR

Саймон Джонсон, Массачусетський технологічний інститут, CEPR

Тимофій Милованов, Київська школа економіки, CEPR

Моріс Обстфельд, Університет Каліфорнії, Берклі, CEPR

Кеннет Рогофф, Гарвардський університет CEPR

Ілона Сологуб, Наукова редакторка, Вокс Україна

Беатріс Ведер ді Мауро, Женевський інститут міжнародних відносин
та розвитку, CEPR

ЦЕНТР ДОСЛІДЖЕНЬ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ (CEPR)

Центр досліджень економічної політики (CEPR) — це мережа з понад 1700 дослідників-економістів, які базуються переважно в європейських університетах. Центр має подвійну мету: просувати якісні дослідження, а також доводити результати важливі для політики до ключових осіб, які приймають рішення. Керівним принципом CEPR є «якісні, політично актуальні дослідження». Центр був заснований у Великобританії в 1983 році як благодійна організація, а в листопаді 2019 року CEPR ініціював створення Асоціації згідно з французьким законодавством для розширення своєї діяльності у Франції. Склад Адміністративної ради Асоціації у Франції та Ради опікунів у Великобританії повністю перетинаються.

CEPR є незалежною організацією. Центр не має інституційної позиції щодо питань економічної політики, а його основне фінансування надходить від інституційних членів, проектів і продажу публікацій. Оскільки центр спирається на таку велику мережу дослідників, його результати відображають широкий спектр індивідуальних поглядів, а також думки громадянського суспільства. Дослідження CEPR можуть включати оцінки економічної політики. Опікуни/члени Адміністративної ради Асоціації не проводять попередній перегляд публікацій CEPR. Думки, висловлені в цьому звіті, належать авторам, а не CEPR. .

Голова правління	Сер Чарлі Бін
Засновник і почесний президент	Річард Портс
Президент	Беатріс Ведер ді Мауро
Віце-президенти	Марістелла Боттічіні Філіп Мартен Уго Паніцца Мар Регуант Елен Рей
Головний виконавчий директор	Тесса Огден

Зміст

<i>Передмова</i>	<i>vi</i>
<i>Резюме</i>	<i>vii</i>
I. Вступ	1
II. Фіскальна політика	2
III. Монетарна політика та політика у фінансовому секторі	19
IV. Ринок праці	31
V. Регуляторне середовище	34
VI. Заключні зауваження	35
Перелік використаної літератури	36

Передмова

Це публікація – третя в серії CEPR Rapid Response Economics (екстрена економічна політика), призначеної для максимально швидкого поширення досліджень нагальних проблем.

Повоєнна макроекономічна архітектура для України” – звіт за авторством Торбйорна Беккера, Баррі Айхенгріна, Юрія Городніченка, Сергія Гурієва, Саймона Джонсона, Тимофія Милованова, Моріса Обстфельда, Кеннета Рогоффа, Ілони Сологуб і Беатріси Ведер ді Мауро – спирається на попередній аналіз макроекономічної політики воєнного часу та пропонує комплексну макроекономічну структуру, розроблену саме для післявоєнного періоду. У звіті наголошуються важливість стабільних державних фінансів, виваженої грошово-кредитної політики, передбачуваної та справедливої регуляторної політики та гнучких ринків праці для успішної реконструкції.

Автори визнають величезні випробування, які чекають на Україну, включно з сильним тиском на державні фінанси та необхідністю отримання доходів в бюджет. У звіті описано, як має працювати комплекс узгоджених стратегій, щоб створити стабільне макроекономічне середовище для забезпечення ефективного розподілу ресурсів, підтримки розвитку людського капіталу, залучення прямих іноземних інвестицій, сприянню сталому економічному зростанню, технологічному прогресу та іншим аспектам реконструкції.

Загалом цей звіт має стимулювати подальший діалог та обговорення політики щодо відбудови України. Наголошується роль українського уряду та його громадян у формуванні сучасної країни з міцними демократичними основами та стійкою економікою. Мета цього звіту – зробити вагомий внесок у досягнення цього успіху.

CEPR не займає інституційної позиції з питань економічної політики та охоче надає платформу для обміну думками на цю важливу тему.

Тесса Огден

Головний виконавчий директор, CEPR

Липень 2023

Резюме

Після понад 500 днів від початку повномасштабного російського вторгнення у 2022 році обсяги руйнувань в Україні приголомшливі: мільйони внутрішньо переміщених осіб і біженців, сотні тисяч убитих і поранених, безліч зруйнованих будинків. Однак навіть у цей важкий час життєво важливо розробити плани відбудови України, щоб відновлення могло розпочатися якомога швидше. Мета цього звіту – запропонувати макроекономічну архітектуру і орієнтири на післявоєнний період (деякі з цих рекомендацій можуть бути реалізовані раніше), які можуть сприяти успішному відновленню. Ми наголошуємо, що стійкі державні фінанси, виважена монетарна політика, передбачувана і справедлива регуляторна база та гнучкі ринки праці є основою для успішного розвитку людського капіталу, прямих іноземних інвестицій, технологічних стрибків та багатьох інших елементів відбудови.

Навіть зі значною іноземною допомогою повоєнній Україні та за наявності доступу до заморожених російських активів державні фінанси будуть обмежені через знижені податкові надходження (спад економіки, скорочення робочої сили, обмежена можливість підвищувати податки без шкоди для економіки) та значні потреби у видатках на базові державні послуги, соціальну підтримку та відбудову країни. Для мобілізації доходів уряд має просити про значне списання боргу, закрити податкові лазівки, розширити базу оподаткування, мінімізувати квазіфіскальні ризики від державних підприємств та приватизувати ці підприємства. З боку видатків уряд має зосередитися на розвитку більш адресної допомоги, консолідації державних послуг, реформуванні пенсійної системи, уникненні кредитних інтервенцій та мінімізації податкових пільг, спеціальних зон та інших форм податкових видатків. Ми також радимо створити фіскальну раду, продовжити реформу децентралізації, передавши більше ресурсів і повноважень місцевим органам влади, а також продовжити цифровізацію державних послуг.

Монетарна політика має повернутися до інфляційного таргетування з керованим плаваючим обмінним курсом. Непрацюючі кредити потрібно зібрати в державному банку з проблемними активами, щоб очищені банки могли ефективно сприяти кредитуванню економіки. Щоб мінімізувати ймовірність різких циклів (динаміки бум-спад) у повоєнній економіці та ризики, пов'язані з ослабленою війною банківською системою, ми радимо використовувати контроль за рухом капіталу та макропруденційні інструменти для стримування потенційно надмірного зростання кредитування, спекулятивних потоків капіталу, потенційної доларизації економіки та вразливості концентрованого банківського сектору. Певна фінансова репресія може бути неunikною, але існують кращі варіанти вирішення післявоєнних проблем. Нарешті, Національний Банк України не повинен виконувати функції банку розвитку для сприяння відновленню.

Політика на ринку праці має змінити підхід від захисту робочих місць до страхування працівників. Це сприятиме значному післявоєнному перерозподілу працівників на ринку праці (між регіонами, галузями та навичками). Щоб зменшити невідповідності, такий підхід потрібно підкріпити допоміжною освітою та тренінгами, які можна підтримувати

за рахунок фінансової та технічної допомоги донорів. З огляду на майбутні демографічні виклики, критично важливо заохочувати економічну активність шляхом запровадження гнучких форм зайнятості, щільнішого зв'язку між соціальними виплатами та заробітком, субсидування догляду за дітьми та пов'язаних заходів. Міграція може допомогти подолати дефіцит робочої сили.

Головною метою регуляторної бази є забезпечення справедливого та передбачуваного економічного середовища. З огляду на можливе запровадження норм ЄС, Україна має провести комплексний аудит чинного законодавства та використовувати аналіз регуляторного впливу для зважування витрат і вигод від майбутнього регулювання. Хоча певного підвищення ефективності можна досягнути швидко (наприклад, через прийняття ліцензій ЄС), інші сфери (наприклад, антимонопольне регулювання) потребують глибоких реформ, спрямованих на розвиток внутрішніх інституцій, а не на їх аутсорсинг.

На Україну чекає складний шлях, і лише вона може виконати своє домашнє завдання і перетворитися на сучасну країну з міцними демократичними інститутами та динамічною економікою. Міжнародне співтовариство пропонує Україні непохитну підтримку під час війни і в післявоєнний період. Рішучість України та її партнерів дає нам підстави вірити, що відновлення України стане історією успіху. Ми сподіваємося, що цей звіт сприятиме цьому успіху.

I. ВСТУП

1. За понад 500 днів з початку повномасштабного російського вторгнення у 2022 році обсяги руйнувань в Україні вражають: мільйони внутрішньо переміщених осіб та біженців,¹ сотні тисяч вбитих та поранених,² багато зруйнованих будинків.³ Однак, навіть у цей важкий час, життєво необхідно розробити плани відбудови України, щоб відновлення могло розпочатися в перший день встановлення миру в Україні, якщо не раніше. Завчасне планування є ключовим, оскільки Європа не стикалася з настільки монументальними зусиллями з часів Другої світової війни. Відбудова матиме десятки проєктів, залучатиме чимало гравців і використовуватиме колосальні ресурси. Спектр завдань варіюється від реконструкції міст до боротьби з корупцією. Як зазначено у Becker et al. (2022a), координація цих зусиль має першорядне значення для зменшення втрат і затримок. Мета цього звіту – запропонувати макроекономічні орієнтири для післявоєнного періоду, які можуть сприяти успішному відновленню.
2. Спираючись на попередній аналіз макроекономічної політики воєнного часу у Becker et al. (2022b), ми зосередимося на чотирьох основних сферах: фінансній політиці, монетарній та фінансовій політиці, ринках праці та регуляторній базі. Головна мета такої політики – забезпечити стабільне макроекономічне середовище, яке сприятиме спрямуванню ресурсів у найбільш ефективне русло і закладе підвалини для тривалого економічного зростання. Наприклад, ми обговорюємо структуру державних видатків та оподаткування, яка може забезпечити сталість державних фінансів, що відповідає неінфляційному фінансуванню великих проєктів реконструкції, враховує демографічні обмеження та обмежені ресурси. Ми підкреслюємо, що ці сфери повинні підсилювати одна одну (наприклад, помірний або низький бюджетний дефіцит може підтримувати цінову стабільність), а отже, дуже важливо розглядати макроекономічну політику у широкому контексті.
3. Початкові макроекономічні умови для відновлення складні. Зважаючи на значні витрати на оборону та соціальну підтримку, бюджетний дефіцит становить 30% ВВП (НБУ 2023). Блокада Росією українських портів суттєво обмежує ключові торговельні шляхи для українського зерна, сталі та інших товарів, створюючи тим самим значний торговельний дисбаланс. Російські атаки на українську енергетичну інфраструктуру (включно з російською окупацією Запорізької атомної електростанції, яка є найбільшою в Європі) продовжують суттєво підривати економічну активність. Однак, навіть за таких складних умов важливо розпочати підготовку післявоєнного макроекономічного середовища. Наприклад, український уряд може працювати над інституційними реформами (антимонопольне законодавство, підготовка до

1 За даними Управління Верховного комісара ООН у справах біженців (2023), 8 мільйонів українських біженців зареєстровано в Європі та інших країнах, а 6 мільйонів українців є внутрішньо переміщеними особами.

2 Згідно з опитуванням Київського міжнародного інституту соціології (2023) 80% українців мають родича чи близького друга, який загинув або був поранений на війні.

3 Київська школа економіки (2023) повідомляє, що 8,2% житлового фонду зруйновано або серйозно пошкоджено.

приватизації тощо) та робити перші кроки для майбутньої економічної лібералізації (перехід до керованого плавання обмінного курсу, розробка планів урегулювання проблемних кредитів тощо).

4. Очевидно, що війна, яка триває, робить будь-які прогнози умовними. Наприклад, Міжнародний валютний фонд (2023), розробляючи програму для України, не аналізує боргову стійкість через надзвичайну невизначеність. Незважаючи на непередбачуваність війни, наш базовий сценарій полягає в тому, що Україна має залізни гарантії безпеки, а російська ракетна або наземна атака є малоімовірною в осяжному майбутньому. Однак, навіть у цьому випадку ми припускаємо, що Україні доведеться виділити значні ресурси на національну оборону для стримування потенційної агресії в майбутньому. Більше того, як обговорюється в Grygorenko and Schnitzer (2022) та Becker et al. (2022a), приватний сектор, імовірно, потребуватиме додаткових гарантій у вигляді військового страхування, державно-приватного партнерства тощо, щоб зменшити ризики інвестицій.
5. З огляду на масштаби відновлення України цей звіт вимушено не обговорює низку інших важливих сфер, таких як торговельна політика, боротьба з корупцією, інституційний розвиток, людський капітал та організаційна структура відновлення України. Попереднє висвітлення цих тем можна знайти в Movchan and Rogoff (2022), Becker et al. (2022c), Eichengreen and Rashkovan (2022), а також в інших розділах Gorodnichenko et al. (2022), але враховуючи нестабільну ситуацію в Україні, потрібен подальший аналіз.

II. ФІСКАЛЬНА ПОЛІТИКА

Виклики

6. Російське вторгнення завдало величезного удару українським державним фінансам. Доходи скоротилися через падіння економіки і через те, що уряд знизив деякі податки, щоб підтримати економічну активність.⁴ Водночас різко виросли витрати на оборону, а також на підтримку біженців та інших постраждалих від війни. Наразі фіскальний дисбаланс, що виник, покривається за рахунок міжнародної допомоги. Але можна очікувати збереження фіскального дисбалансу і в післявоєнний період. Наприклад, Україні доведеться виділити значні ресурси (імовірно, близько 5% ВВП, а деякі оглядачі стверджують, що ця цифра може сягати 20%) на сектор безпеки. Економіка відновлюватиметься дуже поступово. Соціальні зобов'язання, необхідні для підтримки тих, хто значно постраждав від війни (внутрішньо переміщені особи, ветерани тощо), будуть значними.

4 З липня 2022 року український уряд відновив податки на імпорт та деякі акцизи, а з липня-серпня 2023 року повернувся до довоєнних ставок оподаткування.

7. Уряд має слабку інституційну спроможність для забезпечення збору податків. Малоімовірно, що податкова дисципліна радикально покращиться після війни, якщо країна не вживатиме цілеспрямованих активних заходів для її підвищення. Податкову систему сприймають як несправедливу, яка надає перевагу тим, хто може легко ухилитися від сплати податків.
8. Після війни Україна, ймовірно, зіткнеться з демографічною кризою та значним дефіцитом робочої сили. (За оцінками Конфедерації роботодавців України (2023) робоча сила може скоротитися з 17 мільйонів до війни до 11 мільйонів після війни, якщо не буде значного міграційного припливу в післявоєнний період.) Оскільки мільйони українців знайшли притулок у ЄС, Великобританії, США, Канаді та інших країнах, здатність економіки до зростання буде суттєво обмежена. Це також означає, що можливість підвищувати податки може бути обмежена в найближчій перспективі, оскільки біженці будуть менш схильні повертатися, якщо вони зіткнуться з високими податками. (Інакше кажучи, низькі податкові ставки можуть генерувати більші надходження, якщо вони спонукають колишніх біженців, які платять податки, повертатися). Крім того, оскільки непропорційно велика частина біженців - це люди молодшого віку, тиск на пенсійну систему є вищим. Україна повинна розробити і впровадити активну міграційну політику, щоб покрити дефіцит робочої сили і залучити українську діаспору та мігрантів з інших країн.
9. Оскільки країна не матиме внутрішніх ресурсів, достатніх для фінансування відбудови, життєздатна модель економічного відновлення неминуче вимагатиме значної економічної допомоги від союзників України та компенсації за завдані збитки. Хоча частина цієї допомоги може надійти з державних джерел (двостороння допомога, міжнародні фінансові інституції тощо), існує очевидна потреба у залученні приватного капіталу не лише для того, щоб закрити дефіцит фінансування, але й для того, щоб забезпечити передачу технологій та інтеграцію України у глобальні ланцюги доданої вартості.

ТАБЛ 1 ЗВЕДЕНА ІНФОРМАЦІЯ ПРО ПОДАТКИ В УКРАЇНІ

ПОДАТОК	ВІДСОТОК	ОСНОВА
податок на доходи фізичних осіб (ПДФО)	18%	зарплата
військовий збір	1.5%	зарплата
єдиний соціальний внесок	22%*	заробітна плата (від 1 до 15 мінімальних зарплат)
податок на прибуток підприємств (ППП)	18%	прибуток
рента за використання природних ресурсів	1-70% залежно від ресурсу	ринкова ціна видобутого ресурсу
акцизи	варіюється в залежності від типу товару	одиниця товару, об'єм двигуна для транспортних засобів тощо
податок на додану вартість (ПДВ)	20% (7% для ліків)	ціна
ввізне мито	4.4% (РНС)	вартість імпорту
експортне мито	експортні мита є дуже високими і застосовуються до кількох товарів (олійні культури, металобрухт, шкури) з метою скоріше припинення експорту, а не збору доходів	
енергетичний збір (існував до 2016 року)	2%	вартість природного газу, поставленого споживачам
екологічний податок	варіюється залежно від типу забруднення	грн за тону

ПОДАТОК	ВІДСОТОК	ОСНОВА
інші податки	Debt for taxes that applied before 2011	
транспортний податок	25000 грн за один автомобіль	транспортний засіб віком не більше 5 років та вартістю не менше 375 мінімальних заробітніх плат (2,5 млн грн у 2022 році)
податок на нерухомість, в т.ч. на землю	земля: 0,1% – 12% (ставки встановлюються органами місцевого самоврядування в межах мінімального та максимального розміру, визначеного законом)	нормативна грошова оцінка
плата за паркування	нерухомість: не більше 1,5% від мінімальної заробітної плати (точні ставки встановлюються місцевими органами влади)	1 кв.м
туристичний збір	визначається органами місцевого самоврядування, але не більше 0,075% мінімальної заробітної плати	для осіб з інвалідністю
плата для малих підприємств (єдиний податок)	внутрішні туристи: до 0,5% мінімальної заробітної плати іноземні туристи: до 5% мінімальної заробітної плати 3%, 5% або 15% (2% з початку повномасштабної війни до серпня 2023 року)	1 ніч перебування (не платять діти, люди з інвалідністю, ті, хто приїхав у відрядження або на лікування) дохід

*під час війни та 6 місяців після неї дозволяється не сплачувати ЄСВ, але цей час буде враховано з розрахунку пенсії. ЄСВ надходить до Пенсійного фонду і використовується для виплати пенсій, допомоги з безробіття та лікарняних.

ТАБЛ. 2. РОЗПОДІЛ ПОДАТКОВИХ НАДХОДЖЕНЬ ЗА ДЖЕРЕЛАМИ ТА РІВНЯМИ ВЛАДИ

	ЦЕНТРАЛЬНИЙ УРЯД				ОРГАНИ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ				КОНСОЛІДОВАНИЙ БЮДЖЕТ
	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)	разом ЗФ+СФ	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)	разом ЗФ+СФ	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)	
ПДФО	10.95%	-	9.84%	61.58%	0.00%	61.21%	22.09%		
військовий збір	2.88%	-	2.58%	-	0.00%	0.00%	1.97%		
ППП	14.86%	-	13.35%	4.67%	0.00%	4.64%	11.27%		
рента за використання природних ресурсів	5.86%	19.97%	7.29%	2.49%	0.00%	2.47%	6.14%		
внутрішній акциз	6.91%	12.58%	7.48%	0.63%	0.00%	0.63%	5.85%		
акциз на імпорт	1.55%	57.05%	7.19%	2.15%	0.00%	-	5.99%		
акциз з роздрібної торгівлі	0.00%	0.00%	0.00%	2.39%	0.00%	2.38%	0.57%		
внутрішній ПДВ за вирахуванням відшкодування	15.66%	0.00%	14.07%	-	2.14%	-	10.71%		
ПДВ на імпорт	38.24%	0.34%	34.39%	-	-	-	26.19%		
візні мито	2.67%	9.14%	3.33%	-	-	-	2.54%		

2021 РІК, ФАКТИЧНІ ПОДАТКОВІ НАДХОДЖЕННЯ	ЦЕНТРАЛЬНИЙ УРЯД				ОРГАНИ МІСЦЕВОГО САМОВРЯДУВАННЯ				КОНСОЛІДОВАНИЙ БЮДЖЕТ	
	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)	разом ЗФ+СФ	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)	разом ЗФ+СФ	загальний фонд (ЗФ)	спеціальний фонд (СФ)		разом ЗФ+СФ
експортне мито	0.13%	0.00%	0.12%	-	-	-	-	-	-	0.09%
енергетичне мито	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	0.00%
екологічний податок	0.29%	0.92%	0.35%	-	99.99%	0.60%	-	-	-	0.41%
інші податки	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
транспортний податок	-	-	-	-	0.01%	0.00%	-	-	-	0.00%
податок на нерухомість, в т.ч. на землю	-	-	-	12.55%	0.00%	12.47%	-	-	-	2.97%
плата за паркування	-	-	-	0.04%	0.00%	0.04%	-	-	-	0.01%
туристичний збір	-	-	-	0.07%	0.00%	0.07%	-	-	-	0.02%
плата для малих підприємців (єдиний податок)	-	-	-	13.43%	0.00%	13.35%	-	-	-	3.18%
всього, млрд грн	994.55	112.54	1107.09	344.64	2.07	346.71	-	-	-	1453.803

Загальні принципи

10. Організація фіскальної політики, спрямованої на підтримку економічного відновлення, починається зі швидкої реструктуризації наявного державного боргу (який, за нашими оцінками, досягне 100% ВВП у 2023 році). Більша частина боргу (62%) належить зовнішнім кредиторам (близько $\frac{1}{3}$ – міжнародним фінансовим організаціям, $\frac{1}{3}$ – урядам інших країн і $\frac{1}{3}$ – приватним власникам облігацій та банкам). Внутрішній борг значною мірою належить українським банкам. Уряд не може проводити фіскальну політику, спрямовану на підтримку відновлення, якщо він витрачає 10 відсотків доходів на обслуговування боргу. Після закінчення війни уряд має прагнути до значного списання боргу (наприклад, в Іраку в 2006-2008 роках воно становило 80%), щоб вивільнити ресурси для відбудови та виконання основних державних функцій. Як перший крок, процес реструктуризації можна розпочати просто з розширення мораторію на виплату відсотків та амортизації. Оскільки внутрішній борг неможливо реструктуризувати без дестабілізації українських банків-власників державних облігацій, ми вважаємо, що основна увага має бути зосереджена на зовнішньому боргу. Повторюючи аргументи Becker et al. (2022a, 2022b), ми наголошуємо, що під час війни та після її завершення Україні слід надавати грантову підтримку, а не позики.
11. Економічному відновленню перешкоджатиме нестабільне та невизначене макроекономічне середовище. Для забезпечення макроекономічної стабільності уряду слід уникати бюджетного дефіциту, не забезпеченого іноземною допомогою або іншими джерелами фінансування, які несуть мінімальні ризики для макроекономічної стабільності. Для забезпечення стабільності цін уряд також не повинен використовувати друк грошей (сеньйораж) як значне джерело доходів.
12. Мобілізація податкових надходжень: враховуючи високі витрати на відбудову та неминучу ключову роль державного сектору в цьому процесі (уряд повинен буде, наприклад, забезпечувати військове страхування, брати участь у проєктах з відбудови, надавати субсидоване фінансування тощо), уряд повинен мати надійне джерело надходжень (у Табл. 1 наведено систему податків в Україні), яке забезпечить мінімальні викривлення для економіки, сприятиме економічному зростанню та вимагатиме помірних ресурсів для забезпечення дотримання податкового законодавства. Це особливо важливо, якщо міжнародна допомога затримується або не відповідає очікуванням. На жаль, простір для маневру тут обмежений: уряд не може суттєво підвищити податки, не зашкодивши економіці, і не може суттєво знизити їх, не підірвавши свою спроможність надавати базові державні послуги. У цьому контексті необхідне подальше реформування митниці та податкової служби для зменшення контрабанди та боротьби з іншими формами ухилення від сплати податків.

13. Зосередження на ефективному витрачанні коштів: в умовах нагальних потреб та обмежених ресурсів пріоритетом має бути забезпечення найбільш ефективного використання державних коштів.
14. Використання фіскальної політики для підтримки інституційного розвитку: Оскільки відновлення України передбачає глибоку модернізацію країни, фіскальна політика має бути невід'ємною частиною ширшого розвитку. Наприклад, фіскальна система повинна відповідати реформі децентралізації та інтеграції до ЄС.

Податки

15. Значний обсяг тіньової економіки, слабкий податковий контроль та висока еластичність бази податків на працю та прибуток вимагають посилення непрямого оподаткування, як-от податку на додану вартість (ПДВ) та акцизних зборів. Ці податки є “робочою конячкою” нинішньої системи (Табл. 2); вони мають відігравати ще важливішу роль у майбутньому з низки причин. По-перше, ПДВ та акцизи дружні до інвестицій. По-друге, ці податки створюють менше викривлень для пропозиції робочої сили та виробничих ланцюгів. По-третє, в українському контексті зі значними адміністративними обмеженнями, ймовірно, легше забезпечити сплату ПДВ, ніж податків на доходи чи прибуток (наприклад, ПДВ стимулює платників податків звітувати про витрати для того, щоб отримувати відшкодування ПДВ).
16. Податок на доходи фізичних осіб: з огляду на слабкість податкового адміністрування “плаский” податок на доходи фізичних осіб (тобто система, за якої ставка податку є однаковою для всіх доходів; ця система була прийнята в Україні у 2004 році) має перевагу простоти адміністрування. Завдяки фіксованій ставці ПДФО може утримуватися роботодавцем, що має покращити дотримання податкового законодавства. Основним недоліком є те, що цей податок лягає важким тягарем на плечі осіб із низькими доходами. Зазвичай цю проблему вирішують за допомогою прогресивного податку на доходи, але це призводить до ускладнення системи оподаткування. Компромісним рішенням є запровадження додаткового податку для осіб із високими доходами. Зокрема, податкові органи можуть використовувати свої дані, щоб визначити, чи має особа річний дохід вище певного порогу, а потім вимагати від неї сплатити надбавку. Наприклад, у Німеччині в 1991 році для осіб із високими доходами запровадили збір солідарності у розмірі 5,5% для покриття витрат, пов'язаних з об'єднанням Німеччини (збір було фактично скасовано у 2019 році). В Україні подібний військовий збір (застосовується до всіх доходів) існує з 2014 року. Цей збір, який застосовується до доходів, що перевищують певний поріг, є формою запровадження м'якої прогресивності, яка була б соціально прийнятною та легкою для впровадження. Інший варіант – запровадити податок на спадщину, який починає діяти при перевищенні певного обсягу успадкованих активів (наразі в Україні діє ставка 0% для родичів, 5% для неродичів і 18% для нерезидентів).

17. Деякі групи населення можуть потребувати іншого режиму сплати податку на доходи фізичних осіб, щоб забезпечити їхню подальшу активну участь у ринку праці. Наприклад, ставка податку може бути нижчою для людей, які отримують державну пенсію і продовжують працювати.
18. Податок на прибуток підприємств (ППП): висока еластичність бази ППП робить його дуже чутливим до податкових ставок і вразливим в плані ухилення від сплати (зокрема, через трансфертне ціноутворення). Це особливо важливо в українському контексті, де відбудова, як очікується, спиратиметься на прямі іноземні інвестиції. Для вирішення цієї проблеми, як видається, є дві стратегії. По-перше, Україна може приєднатися до “інклюзивної архітектури”, яку обговорюють/ впроваджують країни ОЕСР. Основна ідея цієї системи (також відомої як протидія розмиванню бази оподаткування та виведенню прибутку з-під оподаткування (BEPS)) полягає в тому, щоб забезпечити застосування країнами-учасницями мінімальної ставки податку на прибуток. Обмеження полягає в тому, що цей підхід вимагає колективних дій, але лише кілька країн офіційно впровадили BEPS. Запасним варіантом є використання податку на виведений капітал (destination-based cash-flow tax, Auerbach 2017). На відміну від BEPS, цей підхід не вимагає колективних дій, а отже, може бути впроваджений швидко. Але він несумісний з BEPS (тобто, якщо BEPS стане загальноприйнятою системою, фірми можуть обкласти подвійним податком). Незалежно від того, який шлях буде обрано, зміни в цьому податку повинні відповідати вимогам ЄС
19. Соціальні внески: у 2011 році нарахування на заробітну плату були об'єднані в єдиний соціальний внесок, що зменшило податкове навантаження і спростило звітність. Однак продовжують лунати заклики до подальшого зниження ставок і навіть до повного скасування цього податку. Але вкрай малоймовірно, що за цим податком Україна знаходиться на неправильному боці кривої Лаффера. Подальше зниження ставки підважить державні фінанси (зокрема життєздатність Пенсійного фонду та забезпечення базового соціального страхування).
20. Спеціальний режим для фізичних осіб-підприємців (ФОП, також відомих як малі підприємці) є однією з найбільших лазівок у податковій системі. Наприклад, деякі працівники можуть бути зареєстровані як підприємці, щоб сплачувати 5% податку з доходів та мінімальні соціальні внески замість 18% податку на доходи фізичних осіб, 1,5% військового збору та 22% податку на заробітну плату. Це створює викривлення на ринку праці (фактично паралельний ринок праці з великим неформальним сектором) та збільшує навантаження на тих, хто сплачує податки, соціальні внески тощо. Податки на доходи фізичних осіб мають застосовуватися в економіці рівномірно.
21. Податкові ставки в Україні загалом відповідають ставкам в інших країнах регіону (Табл. 3 порівнює ставки ПДВ), а податкове навантаження не є надмірно високим за стандартами схожих країн. Обґрунтовані скарги на податки в Україні стосуються не

середніх податкових ставок, а відсутності передбачуваності, довільному тлумаченні правил податковими інспекторами (а отже, вибіркового переслідуванні) та високих витрат на дотримання законодавства. Саме на цих питаннях, а не на зміні ефективних ставок, мають зосереджуватися реформи.

22. Український уряд може отримати доступ до російських активів, які наразі заморожені на Заході (Zelikow and Johnson, 2022). Це може відбутися в різних формах: від i) компенсації за завдані збитки до ii) процентних доходів від російських активів та iii) надходжень від стягнення податків на доходи від російських активів. Варіант i) надає прямий доступ до значних ресурсів, але варіанти ii) та iii) також можуть розблокувати значне фінансування за умови, що Україна зможе позичити під майбутні потоки доходів. Іншим варіантом є передача актуарної вимоги щодо зовнішніх арештованих російських активів Європі в обмін на надання Україні грантів. Цей варіант покладає тягар збору кредитів на Європу, яка має більше повноважень для цього, а також може переконати європейську громадськість надати Україні трансферти в необхідному для відбудови обсязі. У будь-якому разі важливо розробити і виконати план до закінчення війни, щоб звести до мінімуму затримки на етапі відбудови. Цей ресурс може стати рятувним кругом для країни, зруйнованої війною

ТАБЛИЦЯ 3. СТАВКИ ПДВ У КРАЇНАХ СХІДНОЇ ЄВРОПИ, 2023 РІК

КРАЇНА	ЗНИЖЕНА СТАВКА (%)	СТАНДАРТНА СТАВКА (%)
Болгарія	9	20
Хорватія	5 / 13	25
Чеська Республіка	10 / 15	21
Естонія	9	20
Угорщина	5 / 18	27
Латвія	5 / 12	21
Литва	5 / 9	21
Польща	5 / 8	23
Румунія	5 / 9	19
Словаччина	10	20
Словенія	5 / 9,5	22
Україна	7	20

Джерело: taxfoundation.org

Витрати

23. Чотирма основними функціями українського уряду в післявоєнний період є оборона (збройні сили, поліція тощо), соціальне страхування (підтримка бідних, внутрішньо переміщених осіб, ветеранів та ін.), надання суспільних благ і послуг (освіта, охорона здоров'я, інфраструктура тощо), а також державні внески у відбудову інфраструктури та житлове будівництво. Набір інструментів є дещо специфічним для кожної із цих функцій, але загальні принципи однакові: заохочення конкуренції з боку постачальників, ефективний контроль за витратами, заохочення прозорості, адресна підтримка та розвиток державно-приватного партнерства, де це можливо.
24. Державні закупівлі (особливо для потреб оборони): Prozorro, платформа системи державних закупівель, запущена у 2015 році, стала історією успіху. Багато підприємств отримали доступ до державних контрактів, завдяки конкуренції знизилися ціни, громадськість отримала необхідну прозорість, а процес закупівель набув стандартизованості. Ефективність цієї платформи можна ще більше підвищити, пов'язавши її з іншими реєстрами, щоб іще більше зменшити можливості для зловживань у цьому процесі. Платформа особливо підходить для відносно стандартизованих товарів і послуг, тоді як забезпечення конкурентних торгів для більш спеціалізованих товарів (наприклад, танків) може вимагати прямих двосторонніх переговорів з постачальниками. У таких випадках може бути неможливо знайти рішення, повністю захищене від зловживань, але деякі типи контрактів (наприклад, контракти з фіксованою ціною) з більшою імовірністю дозволять контролювати витрати, ніж інші (наприклад, контракти “витрати плюс”).
25. Успішність системи соціальної допомоги значною мірою залежить від здатності уряду визначити вразливі групи населення та запровадити стимули для мінімізації викривлень та зловживань. Наприклад, соціальна підтримка має гарантувати, що граничні витрати, з якими стикається отримувач соціальної допомоги, близькі до ринкових цін. Це означає, наприклад, що енергетичні субсидії, які надають бідним, мають бути фіксованими виплатами, а не часткою від вартості енергоносіїв. Така структура стимулює домогосподарства бути більш енергоефективними. Крім того, “стеля” на розмір допомоги обмежує фінансові зобов'язання уряду й, отже, забезпечує кращий контроль над витратами. У цьому контексті універсальний базовий дохід є особливо витратною програмою, оскільки він не є адресним, і тому не має застосовуватися.
26. Соціальна підтримка (енергетичні субсидії, підтримка ветеранів, допомога з безробіття тощо) в Україні (на яку припадає близько 25% державних витрат) є досить фрагментованою (Ієрусалимов і Марчак, 2021). Так, соціальну підтримку надають 10 центральних органів влади та 12 місцевих органів влади. Наслідками такої фрагментації та радянської спадщини (наприклад, частина допомоги надається в натуральній формі, пропонуються варіанти, які вже не є актуальними, або є надто малими, щоб суттєво допомогти цільовій групі) є марнотратне дублювання,

нерівномірний доступ (люди можуть не знати про деякі програми) та дорогівартісне адміністрування. Відсутність координації може створювати хибні стимули для отримання допомоги (наприклад, деякі особи можуть стикатися з високими граничними податковими ставками при переході від однієї програми до іншої). Це означає, що соціальна підтримка повинна мати чітке, плавне і поетапне припинення виплат і бути спрямована на реінтеграцію людини до ринку праці, коли це можливо. Багато з цих проблем можна вирішити через стандартизацію соціальної допомоги, створення загальнодоступного реєстру соціальних програм та національного реєстру отримувачів соціальної допомоги.

27. З огляду на загрозу дефіциту робочої сили, до отримувачів соціальної допомоги можуть бути висунуті вимоги щодо працевлаштування. Хоча для деяких програм це стандартна практика (наприклад, безробітні повинні шукати роботу і можуть втратити допомогу, якщо відмовляться від занадто великої кількості пропозицій роботи), у інших програмах цього наразі немає. Основною проблемою, пов'язаною з вимогою працювати, є те, що деякі отримувачі допомоги можуть не мати необхідної для працевлаштування кваліфікації. Деякі з цих проблем можна вирішити через навчання (підвищення кваліфікації), але має існувати форма громадських робіт, яка дозволить отримувачам задовольнити вимоги стосовно роботи. Це можуть бути різноманітні форми роботи для відновлення України (наприклад, розчищення завалів, фарбування будівель тощо).
28. Історично склалося так, що український уряд був зобов'язаний забезпечувати безкоштовні освіту та охорону здоров'я. Радянська спадщина в цих секторах та відсутність реформ призвели до роздутої, неефективної та корумпованої системи. Нещодавні реформи (наприклад, надання фінансової автономії університетам, орієнтація системи охорони здоров'я на пацієнта) допомагають поліпшити якість послуг, але ці зусилля слід інтенсифікувати, щоб підвищити конкуренцію і винагороджувати якість, а не кількість. Наприклад, ваучери, що надаються учням для оплати освітніх послуг, можуть покращити конкуренцію між школами й заохотити їх шукати економічно ефективні способи надання освіти (за прикладом шкіл, заснованих громадами, у США). Аналогічно ваучери для людей похилого віку можуть допомогти покращити надання медичної допомоги та контролювати витрати (як-от програма Medicare Advantage у США, яка фінансується за рахунок страхових внесків). Ваучери на навчання для безробітних надаються вже досить давно. Досвід цієї програми можна вивчити, щоб розробити найкращу схему надання медичних або освітніх ваучерів.
29. Відбудова, ймовірно, вимагатиме значного втручання держави. Заклики до пільгових режимів, спеціальних економічних зон тощо вже стали частиною публічного дискурсу. Як ми обговоримо нижче, такі "податкові витрати" потенційно можуть бути дуже дорогими: за Marchak and Markutz (2020) податкові витрати становили 14% державних доходів у 2010 році, але уряд скасував більшість пільгових режимів, і податкові витрати впали до 3% у 2019 році. Ми пропонуємо використовувати інші

інструменти для залучення прямих іноземних інвестицій та сприяння відновленню: гранти, забезпечення інфраструктури (наприклад, будівництво доріг до заводів) та освіченої робочої сили тощо

30. Деякі види державних витрат можна передати на аутсорсинг приватним провайдерам. Наприклад, уряд може використовувати плату за проїзд автошляхами для фінансування транспортної інфраструктури. Передача морських портів у концесію може створити більшу конкуренцію на торговельних шляхах і вивільнити ресурси для інших проектів з відбудови. Державно-приватне партнерство також може зменшити навантаження на державні фінанси.
31. Пенсійна реформа: Пенсійний фонд України (який витрачає приблизно 10% ВВП) роками перебуває в мінусі через стрімке старіння населення, ухилення від сплати податків, низькі надходження від ЄСВ тощо. Різноманітні спроби врятувати нинішню систему були здебільшого невдалими незалежно від того, чи вони передбачали зменшення ставки ЄСВ (натхненні ідеєю кривої Лаффера), запровадження накопичувального рівня (проблематично через нерозвиненість ринків капіталу), обмеження виплат або експерименти з індексацією на інфляцію. Крім того, в Україні з 2001 року не проводився перепис населення, що обмежує якість даних, доступних уряду.⁵ Враховуючи швидке скорочення населення, перспективи нинішньої солідарної системи є похмурими, якщо тільки економіка та надходження радикально не покращаться. Оскільки уряд має виконувати попередні пенсійні зобов'язання, життєздатна модель реформи має спиратися на подвійну (dual-track) систему, в якій правила та внески для молодого покоління (як правило, молодших за 55 років) мають відрізнитися від правил та внесків для старшого покоління. Стара система буде поступово скасована в міру того, як зменшуватиметься кількість її учасників.
32. Пенсійні реформи майже завжди пов'язані з політичними обмеженнями, оскільки вони передбачають перерозподіл ресурсів між поколіннями. Вибір, який стоїть перед Україною, додатково обмежений відсутністю глибоких ринків капіталу (єдиним прийнятним варіантом для інвестування пенсійних коштів в Україні є державний борг). Однак навіть у рамках солідарної системи можна запровадити зміни, які зроблять пенсійну систему більш стабільною. У цьому контексті Auerbach and Lee (2009, 2011) пропонують державні пенсійні програми з “умовно визначеним внеском” або “нефінансовим визначеним внеском” (НВВ) як життєздатну альтернативу. Ці програми покликані поглинати демографічні шоки без підвищення податків для працівників. Хоча певний ризик доходу перекладається на пенсіонерів, НВВ може зменшити викривлення трудових стимулів, характерні для стандартної

5 Однак, демографи рекомендують проводити перепис за 2-3 роки після закінчення війни, коли інтенсивність руху населення знизиться. До цього часу для приблизних оцінок можна використовувати дані місцевих органів влади або реєстрів.

солідарної системи (нагадаємо, що індивідуальні рахунки в системі НВВ базуються на індивідуальних внесках та чітко визначеній нормі дохідності). Цю систему використовували у Швеції з 2001 року, а потім і в інших країнах.

33. Значні ресурси потрібно спрямувати на державну участь у ремонті та відбудові житлового фонду та інфраструктури. На нашу думку, цією одноразовою статтею витрат керуватиме агенція з відбудови за рахунок коштів, наданих міжнародними донорами, компенсації за збитки, завдані Росією, та податкових надходжень. У той час як власники житла можуть отримати компенсацію за допомогою ваучерів (Green et al. 2022), а інфраструктурні проекти можуть фінансуватися агенцією з відбудови, для великих активів потрібно застосувати інший підхід. Як приклад розглянемо металургійний комбінат “Азовсталь”.⁶ З одного боку, до війни “Азовсталь” була у приватній власності, і власник може вирішити отримати компенсацію за завдані збитки, а не відбудувати комбінат. З іншого боку, власник навряд чи матиме ресурси для відбудови заводу з нуля, а отже, йому може знадобитися державна підтримка. Ми не рекомендуємо застосовувати підхід, за якого держава бере на себе зобов’язання компенсувати збитки попередньому власнику, використовує державні кошти на відбудову, а потім приватизує металургійний комбінат. Кращим підходом є надання пільгових конвертованих кредитів (в ідеалі – зі стимулами для впровадження “зеленого” переходу) попередньому власнику для відбудови металургійного заводу (або будівництва іншого активу). У цьому випадку уряд не отримує прямого контролю над активом, але може розділити успіх проекту. Частину коштів на відновлення “Азовсталі” та подібних активів можна було б отримати за рахунок компенсації від Росії за завдані збитки (в тому числі через подання позову до міжнародних судів проти Росії за завдані збитки).

Державні підприємства та приватизація

34. Державні підприємства (ДП): Держава має значну присутність в економіці (наприклад, чотири з п’яти найбільших банків країни є державними). Вона також змушена підтримувати збиткові ДП (наприклад, Нафтогаз, національна газо- та нафтовидобувна компанія, у 2022 році отримала 1,1 млрд доларів чистих збитків⁷). Хоча корпоративне управління ДП значно покращилося з 2014 року завдяки запровадженню незалежних наглядових рад, корпоратизації, аудиту тощо, ДП продовжують марнувати державні кошти та сприяти корупції. До кінця війни український уряд накопичить значну додаткову власність від націоналізації підприємств, критично важливих для оборони, системно важливих підприємств тощо. Крім того, під час війни уряд наклав арешт на низку активів, пов’язаних із Росією або українськими колаборантами. Цими активами управляє

⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Azovstal_Iron_and_Steel_Works

⁷ Збитки були спричинені заморожуванням комунальних тарифів під час війни. Хоча ця політика допомогла знизити інфляцію у 2022 році, перехід до вільних ринкових тарифів з належною системою соціального захисту вже давно стоїть на порядку денному уряду. Попри непопулярність, ця реформа необхідна для підвищення ефективності.

спеціалізована агенція, але її постійно критикують за погані результати. Для того, щоб держпідприємства не створювали квазіфіскальних ризиків, уряд повинен зосередитися на приватизації держпідприємств або (якщо приватизація неможлива) на посиленні корпоративного управління. Оскільки багато ДП є природними монополіями, важливо, щоб ціни регулювалися незалежними регуляторами, і щоб уряд не міг скасувати рішення таких регуляторів.

35. В умовах обмеженої фіскальної спроможності після війни (економіка буде недостатньо сильною, щоб генерувати великі податкові надходження й обійтися без державної підтримки), приватизація може стати важливим джерелом доходів для уряду. Враховуючи невдачі приватизації у 1990-х роках, украї важливо, щоб післявоєнна приватизація була справедливою, прозорою та ефективною. Забезпечення відчутного прогресу в реформуванні судової гілки влади до початку приватизації є ключовим для досягнення цих цілей. На відміну від 1990-х років, зараз немає нагальної потреби проводити приватизацію якнайшвидше. Уряд повинен розпочати підготовку до цього процесу ще під час війни, щоб забезпечити вирішення правових та організаційних проблем до початку приватизації. Як пропонують Mylovanov and Roland (2022), технічну допомогу може надати агенція з відбудови, яка спиратиметься на експертизу Європейської комісії.
36. Невеликі фірми можна продавати через платформу ProZorro з мінімальними обмеженнями в процесі торгів. Україна має розвивати успіх “малої” приватизації, яка розпочалася з 2018 року, коли місцеві органи влади отримали більший вплив на приватизацію активів (Бут 2023).
37. Приватизація великих активів, таких як ПриватБанк, підприємства з постачання комунальних послуг тощо, має йти іншим шляхом. Хоча відкритий доступ до тендерного процесу має першорядне значення, пошук нових власників має бути зосереджений на стратегічних інвесторах із багаторічним досвідом та інтересами в галузі. Наприклад, Україна може взяти за основу модель, реалізовану Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР). У цій моделі надійна фінансова установа бере участь у співінвестуванні активу із зобов'язанням покращити корпоративне управління, управлінські практики тощо. Завдяки такій залученості зменшується імовірність розграбування або неналежного управління активом, оскільки інвестор зацікавлений у максимізації вартості активу. Хоча банки розвитку є природними кандидатами на роль таких інвесторів, інші інвестори (наприклад, Blackrock, JP Morgan та подібні інвестиційні фонди,⁸ а також потенційно фонди, які спеціалізуються на проблемних активах) також можуть бути залучені. У цьому процесі важливо уникати створення конгломератів зі значною монопольною владою. Наприклад, деякі активи (особливо ті, які раніше належали російським олігархам) перед приватизацією можуть бути розділені на менші підприємства.

8 Blackrock та JP Morgan оголосили про створення інвестиційного фонду для підтримки відновлення України; <https://www.ft.com/content/3d6041fb-5747-4564-9874-691742aa52a2>.

38. Попередні спроби приватизації були використані для створення ринку капіталу в Україні. Зокрема, деякі державні підприємства були приватизовані через фондову біржу. Такий підхід не зміг створити глибокий ринок капіталу (в Україні існує декілька бірж, але активність на них мінімальна). Враховуючи значну недорозвиненість фондового ринку, ми не рекомендуємо використовувати наявні біржі для приватизації.
39. В Україні де-факто є дві агенції, які відповідають за державне майно: Фонд державного майна України (ФДМУ) та Агенція з розшуку та менеджменту активів (АРМА). ФДМУ був створений для здійснення масштабної приватизації у 1990-х роках. АРМА була створена у 2016 році для управління активами, заарештованими або конфіскованими у корупційних та інших кримінальних справах. Деякі державні підприємства управляються безпосередньо міністерствами. Окрім дублювання функцій, агенції потерпають від скандалів. Наприклад, АРМА не змогла призначити управлінців до фірм, власники яких перебувають під санкціями. Дмитро Сенниченко, голова ФДМУ у 2019-2022 роках, переховується від правосуддя у справі про корупцію. Існує очевидна потреба в об'єднанні та перезавантаженні цієї гілки влади. Можливо, держпідприємства можна зібрати в суверенний фонд (з належним управлінням і персоналом), який би управляв усіма державними активами.
40. Деякі російські активи за кордоном можуть бути арештовані для компенсації збитків, завданих Україні. Україна та відповідні партнери можуть найняти консультантів з бездоганною репутацією (можливо, буде необхідно виключити фірми, які мають бізнес у Росії або її союзників, щоб уникнути потенційного конфлікту інтересів), які допоможуть отримати найвищу ціну. Якщо масштаб цієї операції виявиться значним, може знадобитися створення агенції, якою керуватимуть представники відповідних урядів, щоб забезпечити узгодженість політики, зниження витрат на продаж російських активів і мінімізацію корупції.

Бюджетний процес

41. Податкові пільги: “податкові витрати” (тобто податкові надходження, втрачені через спеціальні режими, пільги, відрахування, винятки тощо) призводять до втрати податкових надходжень, але також створюють викривлення через відсутність бюджетного нагляду, непрозорість, безстрокові зобов'язання та уникнення бюджетних правил. Тому загальна філософія податкової реформи має полягати в усуненні податкових витрат. Якщо галузь чи група потребує підтримки, така підтримка має надаватися через прямі бюджетні трансферти. Такий підхід зробить прозорими витрати на програми підтримки та підвищить здатність влади і суспільства визначати чіткі пріоритети для різних видів витрат. Наприклад, коли уряд скасував звільнення від ПДВ для агробізнесу і замінив його дотаціями “на поголів'я” (тобто виплатами на голову птиці або худоби), громадськість побачила, що уряд субсидує найбільших виробників (“агроолігархів”). Така прозорість була б неможливою за використання податкових видатків.

42. Кредитні інтервенції чи фіскальні інтервенції: оскільки кредитні інтервенції, як правило, позабалансові, вони є популярним “рішенням” проблем, які потребують уваги уряду, але не відповідають вимогам бюджетного процесу. Хоча державні гарантії - це корисний інструмент, вони можуть перетворитися на бухгалтерські хитрощі й наражати державні фінанси на значні ризики. Дійсно, хоча чинна програма здешевлення кредитів для малих та середніх підприємств (МСП) є відносно прозорою (державна покриває певний відсоток кредитного ризику за портфелями кредитів МСП у банках), уряд гарантував значні суми боргу, а потім був змушений обслуговувати його, коли позичальники збанкрутували (наприклад, Державна продовольчо-зернова корпорація України позичила 1,5 млрд доларів у Китаю у 2012 році, цей борг був гарантований, а згодом, коли корпорація оголосила дефолт, уряд узяв його на себе). Ми пропонуємо використовувати фіскальні інтервенції, які є більш прозорими та підконтрольними, для мінімізації позабалансової діяльності. Якщо існує державна гарантія або кредит, уряд має використовувати ринкову вартість гарантій або кредитів як питомі “витрати” й створювати резерви під кредити, які потенційно не будуть повернені.
43. Бюджетні правила чи фіскальні ради: різні уряди намагалися дисциплінувати свої бюджетні процеси через розробку набору правил (наприклад, Маастрихтський договір наклав на уряди ЄС два обмеження: 3% валового внутрішнього продукту (ВВП) для бюджетного дефіциту і 60% ВВП для державного боргу). Хоча ці правила можуть бути корисними настановами або орієнтирами, їм бракує механізмів примусу до виконання, оскільки парламенти можуть змінювати правила (“хто контролює поліцію?”). Фіскальні ради, такі як Голландське бюро центрального планування, Шведська рада з питань фіскальної політики та інші, забезпечують більш гнучкий і надійний підхід до контролю за державними видатками. Такі ради збирають і поширюють інформацію, яка стосується бюджетних процесів, інформуючи громадськість і підвищуючи прозорість. Вони оцінюють проекти бюджетів і надають незалежні макроекономічні прогнози. Оскільки нереалістично (і недоречно) очікувати, що невиборні посадові особи отримають повноваження встановлювати податкові ставки або визначати податкові правила, обов'язки таких органів та їхніх членів мають бути ретельно окреслені.
44. Досвід інших країн показує, що навіть такі обмежені фіскальні ради сприяють підвищенню фіскальної дисципліни. Тому подібна рада має бути створена в Україні. Процес міг би в загальних рисах нагадувати той, що використовується для інших незалежних державних органів країни (наприклад, Національного Банку України). Це означає тривалі строки повноважень, що перекриваються, номінування членів різними зацікавленими сторонами, відкритий для громадського контролю процес відбору тощо, з метою забезпечення захисту членів ради від політичного впливу та їхньої належної кваліфікації.

45. Децентралізація: враховуючи радянську спадщину, центральний уряд в Україні відігравав панівну роль в ухваленні майже всіх рішень з державного управління. Такий розподіл повноважень і ресурсів призвів не лише до атрофії органів місцевого самоврядування та масової неефективності (місцеві реалії та обставини часто ігнорувалися), але й до високо поляризованої політичної системи, в якій переможець отримує все. Щоб створити більш конкурентне політичне та економічне середовище, Україна провела реформу децентралізації у 2014-2020 роках, в рамках якої значні повноваження та ресурси були делеговані органам місцевого самоврядування. Наприклад, надходження від податку на доходи фізичних осіб тепер розподіляються між національним урядом (21%), областями (15%) та місцевими громадами (64%). Це не лише забезпечує стабільніші надходження до місцевих бюджетів, але й стимулює органи місцевого самоврядування до розвитку місцевої економіки, а отже, і податкової бази.
46. Ключовим ресурсом, який недостатньо використовується місцевими органами влади, є податок на нерухомість. З різних причин - від неналежної інфраструктури (наприклад, реєстру власників нерухомості, землі тощо) до інерції. Крім того, слід розуміти, що децентралізація залишається обмеженою, оскільки місцеві органи влади не встановлюють правила оподаткування (так, податкові бази визначаються центральним урядом), вони мають обмежений контроль над ставками ПДФО чи податків на майно, і часто не мають доступу до відповідної інформації від податкових органів. Бажано забезпечити більшу регіональну гнучкість щодо ПДФО та податків на нерухомість. За умови більшого доступу до податкових надходжень і контролю над ними місцеві органи влади також повинні мати більше повноважень щодо своїх запозичень.
47. Цифровізація державних послуг не лише скорочує витрати та мінімізує можливості для корупції, але й надає дані, необхідні для громадського нагляду та контролю. Наприклад, система ProZorro відіграла важливу роль у розширенні доступу до державних контрактів та підвищенні прозорості. Урядовий мобільний додаток "Дія" оцифрував багато послуг, завдяки чому українці можуть використовувати смартфони для отримання 50 державних послуг (наприклад, подати заяву на отримання свідоцтва про шлюб, соціальної допомоги тощо). За умови забезпечення необхідного захисту даних можна очікувати підвищення ефективності від подальшої цифровізації та розширення доступу до інтернету.

III. МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ТА ПОЛІТИКА У ФІНАНСОВОМУ СЕКТОРІ

48. Основним завданням Національного Банку України є забезпечення цінової стабільності. Інфляційне таргетування з плаваючим обмінним курсом є найкращим засобом для досягнення цієї мети в середньо- та довгостроковій перспективі. За відповідних умов перехід до цієї системи може розпочатися під час війни,

щоб закласти основи макроекономічної стабільності, необхідної для успішного відновлення. Враховуючи воєнний час і потенційні післявоєнні проблеми економіки та фінансів, центральний банк повинен також використовувати додаткові інструменти, такі як обмеження руху капіталу та макропруденційне регулювання, щоб забезпечити плавний перехід й уникнути бум-спад циклу.

49. Фіскальне домінування продовжить впливати на монетарну політику на етапі відновлення. Хоча історично центральні банки відігравали певну роль у допомозі урядам у фінансуванні відбудови після воєн, втрати від такого підходу переважають над вигодами. Наприклад, хоча фінансування від центрального банку може надаватися за доволно низькими відсотковими ставками, фіскальне домінування зрештою призводить до інфляції та макроекономічної нестабільності, а отже, підриває відновлення приватного сектору. Національний Банк України не повинен виконувати функції банку розвитку для сприяння відновленню економіки.
50. Враховуючи масштаби війни та післявоєнної відбудови, можна передбачити, що Національний Банк України може зіткнутися з суперечливими цілями (наприклад, цінова стабільність чи фінансова стабільність). Простого рішення для таких компромісів не існує, і для вирішення конкретних проблем необхідна свобода дій. Найкращим підходом для досягнення кількох цілей (цінова стабільність, фінансова стабільність) є розробка кількох інструментів політики (процентна політика, макропруденційна політика).
51. Мабуть, найбільшим післявоєнним викликом для центрального банку є непрацюючі кредити у банківському секторі. Національний Банк України має зосередитися на якнайшвидшому вирішенні цієї проблеми, щоб мінімізувати негативний вплив поганих активів на хороші. Вирішення цієї проблеми відновить потік кредитування та сприятиме відновленню України. Нижче ми пропонуємо централізований підхід, який збирає непрацюючі кредити в “поганому банку”.

Інфляційне таргетування

52. Для трансмісії рішень з монетарної політики до економіки під час інфляційного таргетування потрібні ринки, що працюють. Одним із таких каналів є обмінний курс, який діє не лише через зміну конкурентоспроможності українського експорту, але й через зміну інфляційних очікувань домогосподарств та бізнесу (Coibion and Gorodnichenko 2015). Кероване плавання з потенційними інтервенціями центрального банку може бути одним зі способів забезпечення монетарної трансмісії. Ключовим ризиком для цього каналу є спроможність збільшити український експорт, який може бути обмежений російською блокадою українських портів. Канал банківського кредитування зараз, коли кредитні ризики через вторгнення особливо високі (номінальні (!) обсяги кредитів домогосподарствам та бізнесу послідовно знижуються з лютого 2022 року), майже не працює. Проте зі зниженням безпекових ризиків та пожвавленням економічної активності канал кредитування

має запрацювати активніше. Посилення конкуренції в банківському секторі та поглиблення гривневого грошового ринку також мають посилити трансмісійний ефект.

53. Є ознаки того, що економіка пристосовується до умов воєнного часу і що монетарна трансмісія покращилася. Наприклад, поступово покращується вплив облікової ставки на депозитні ставки. Можна провести паралелі з 2014-2015 роками, коли Національний Банк України запровадив інфляційне таргетування. У той час фінансовий та реальний сектори були серйозно підважені російською анексією Криму та окупацією Донбасу. Міжнародний валютний фонд без ентузіазму поставився до запровадження інфляційного таргетування, але Національний Банк України розпочав його втілення і зміг знизити інфляцію до цільового рівня протягом 3-4 років. Хоча нинішні умови є ще складнішими, а величезна макроекономічна невизначеність і волатильність роблять послідовне досягнення цілі дуже складним завданням, центральний банк має інструменти та компетенцію для поступового відновлення інфляційного таргетування.
54. Центральний банк був змушений надрукувати близько 400 мільярдів гривень у 2022 році, щоб профінансувати витрати уряду на оборону. Цей монетарний “навіс” посилюється значними депозитами, накопиченими домогосподарствами та (меншою мірою) підприємствами, які отримують оборонні виплати від уряду. Хоча цей надлишок грошової маси поступово розсіюватиметься в міру відновлення економіки, центральному банку потрібно буде продовжувати стерилізацію ліквідності для збереження цінової стабільності та мінімізації коливань обмінного курсу.
55. Інфляційний таргет центрального банку становить 5%. У той час як у розвинутих країнах цільовий показник інфляції зазвичай встановлюється на рівні 2%, країни з перехідною економікою мають подібні цілі. Є кілька причин, чому Україна може отримати вигоду від цієї дещо вищої цілі. По-перше, додатна інфляція може допомогти з коригуванням реальної заробітної плати, коли працівники не погоджуються на скорочення номінальної заробітної плати. Це міркування може бути важливим у перші роки відновлення, коли можна очікувати великих перетоків робочої сили та значних змін у різних секторах та кваліфікаціях. По-друге, можна також очікувати більшу макроекономічну нестабільність (ймовірно, втричі більшу, ніж у розвинутих країнах), яка може частіше підштовхувати облікову ставку до нуля. Хоча це може здатися віддаленим сценарієм, у 2013 році в Україні була дефляція. У майбутньому інфляційна ціль може бути знижена, щоб відповідати інфляційній цілі ЄЦБ на рівні 2%, але чинна інфляційна ціль є розумним вибором на даний момент.

Обмінний курс

56. Зважаючи на велику кількість конкуруючих вимог щодо державних видатків та монетарного регулювання, Україна, ймовірно, відчуватиме інфляційний тиск протягом періоду відновлення. Це створює спокусу запровадити прив'язку обмінного курсу, зокрема до євро, як спосіб стримування інфляційних очікувань, посилення монетарної дисципліни центрального банку й водночас сприяння експорту до ЄС.
57. Ми застерігаємо від такого підходу. Фіксовані курси нестійкі, і їхній крах може мати катастрофічні макроекономічні наслідки. У нестабільному післявоєнному середовищі накопичення золотовалютних резервів та довіри до політики, необхідної для підтримання фіксованого курсу, буде складним завданням. Фіксований курс не гарантує те, що монетарна політика буде підпорядкована стабілізації обмінного курсу на практиці; якщо це не так, то країна отримує переоцінену валюту, “голландську хворобу” (Dutch disease) і зрештою кризу. Контрольований відхід від фіксованого курсу стає необхідним, коли обставини змінюються, але такий контрольований відхід є радше винятком, ніж правилом.
58. Тому Україні слід обрати кероване плавання, за якого обмінний курс значною мірою визначається монетарною політикою, а щоденні коливання можуть бути обмеженими (детальніше див. Becker et al., 2022b). НБУ має бути готовим до інтервенцій на валютному ринку у відповідь на неочікувані та надмірні коливання обмінного курсу. Це означає накопичення достатніх валютних резервів (щонайменше 30 мільярдів доларів США - приблизно на рівні, який НБУ мав до війни⁹) для підтримки обмінного курсу в періоди надмірного знецінення гривні. Це також означає проведення стерилізаційних інтервенцій та накопичення резервів у періоди надмірної ревальвації. Періодичні інтервенції, однак, не означають запобігання коливанням обмінного курсу. Певна міра мінливості обмінного курсу – в обох напрямках – необхідна для того, щоб не спрямовувати очікування інвесторів в один бік і не провокувати спекулятивні атаки. Таку реакцію валютного ринку на сплески і розвороти потоків капіталу, можливо, доведеться доповнити обмеженнями на капіталу, про що ми розповімо далі.
59. Може виникнути спокуса прив'язати обмінний курс до цін на основні експортні товари країни. За такого режиму валюта зміцнюватиметься, коли на ринках основних експортних товарів України спостерігатиметься бум і ціни на них зростатимуть, і знецінюватиметься, коли відповідні ціни падатимуть, в обох випадках нівелюючи проциклічний вплив світових товарних ринків на українську економіку. Проблема такого підходу полягає в тому, що він зробить обмінний курс функцією поточного

⁹ Для розуміння, що вважати достатніми резервами, зазначимо, що Національний Банк України продавав від 1,5 до 4 мільярдів доларів США щомісяця у 2022-2023 роках, щоб підтримати фіксований обмінний курс. НБУ був змушений скоригувати обмінний курс, коли резерви наблизилися до 24 мільярдів доларів США в липні 2022 року, а щомісячний імпорт України становив приблизно 5 мільярдів доларів США.

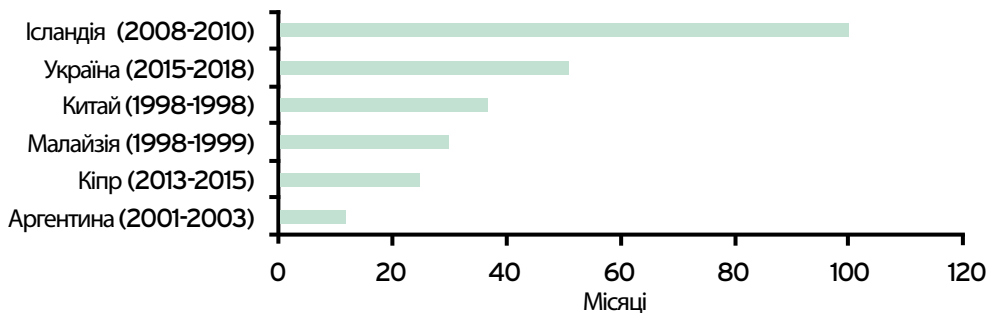
рахунку (доходи від експорту товарів відображаються на поточному рахунку), тоді як українська економіка та платіжний баланс також залежать від сплесків та спадів потоків капіталу. Динаміка товарних ринків повинна мати можливість впливати на обмінний курс поза 3-відсотковою різницею між інфляційними таргетами ЄЦБ і НБУ, але так само повинні впливати й зміни рахунку капіталу. Кероване плавання, а не фіксований курс, включно із простою прив'язкою до експортних цін, є найкращим рішенням для України.

60. Наразі в Україні діє фіксований обмінний курс, який забезпечує номінальний якор для економіки. Хоча ця система допомогла приборкати паніку в перші дні війни, фіксований обмінний курс створює дедалі більші викривлення в економіці. Так, реальний обмінний курс гривні до долара США виріс більш ніж на 10% з моменту фіксації поточного курсу в липні 2022 року (зміцнення курсу до євро було скромнішим – 4%). Таке зміцнення допомагає знизити інфляцію, але також робить український експорт менш конкурентоспроможним. Ринковий підхід із керованим плаваючим курсом дозволить пристосуватися до мінливого ландшафту української та світової економік і допоможе уникнути множинності обмінних курсів у країні. Україна також може використати цей перехід для того, щоб переорієнтуватися з долара США на євро, щоб полегшити інтеграцію з економікою ЄС.

Обмеження на рух капіталу

61. Макроекономічна невизначеність та безпекові ризики вимагають обережності у скасуванні обмежень на рух капіталу. Досвід Ісландії, Ірландії, Кіпру та інших країн після світової фінансової кризи 2007-2009 років свідчить, що процес послаблення обмежень на рух капіталу може тривати роками. Україна мала подібний досвід після російської агресії у 2014 році: обмеження були запроваджені, щоб зупинити “втечу” капіталу та стримати паніку, і на їх скасування пішли роки.
62. З огляду на ослаблену війною фінансову систему та інші фактори невизначеності Україна може бути особливо вразливою до великого та раптового впливу капіталу. Оскільки обмеження на рух капіталу, запроваджені заздалегідь для запобігання дестабілізуючим потокам, видаються більш ефективними, ніж обмеження, запроваджені під час кризи (див., наприклад, Bhargava et al. 2023), важливо розробити та впровадити обмеження до того, як криза настане. Зрозуміло, що обмеження на рух капіталу доповнюють, а не замінюють виважену монетарну та фіскальну політику.

РИСУНОК 1. ТРИВАЛІСТЬ ПОСТКРИЗОВИХ ОБМЕЖЕНЬ НА РУХ КАПІТАЛУ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ



Джерело: Bhargava et al. (2023)

63. Позитивний досвід України щодо обмежень на рух капіталу у 2014-2015 роках свідчить про те, що обмеження руху капіталу під час повоєнного відновлення мають бути комплексними, щоб мінімізувати ризики впливу капіталу та корупції, а також забезпечити максимальну ефективність. Обмеження на рух капіталу також можуть бути корисними для запровадження певного рівня фінансової репресії, але, як ми стверджуємо нижче, існують кращі альтернативи.
64. Вкрай важливо, щоб центральний банк і уряд тісно координували свої підходи стосовно обмежень на рух капіталу. Наприклад, перелік критичного імпорту, встановлений урядом, був наскільки широким під час війни (якимось чином навіть сигари стали критичним імпортом), що це підважило зусилля центрального банку із забезпечення обмежень на рух капіталу.¹⁰
65. Хоча обмеження на рух капіталу часто роблять акцент на обмеженні впливу капіталу, Україна може відчувати значний приплив капіталу на етапі відновлення й, отже, постраждати від “голландської хвороби” та циклу буму-спаду. Дійсно, прогнозований обсяг допомоги може перевищити здатність України освоїти кошти (різні обмеження та вузькі місця можна побачити на прикладі Італії, яка зіткнулася з труднощами в освоєнні коштів ЄС, виділених Італії під час кризи, спричиненої Covid-19¹¹). Для пом’якшення потенційно негативних наслідків “голландської хвороби” можуть бути доцільними певні обмеження на приплив портфельних інвестицій та короткострокове кредитування, щоб зменшити ризик виникнення “бульбашок” активів, будівельних бумів та раптових і значних відтоків капіталу. (З іншого боку, сильна гривня може підвищити купівельну спроможність українців, а отже, підвищити ймовірність повернення біженців в Україну). Перспектива “голландської хвороби” також є причиною для донорів брати на себе довгострокові зобов’язання з надання допомоги, а не просто здійснювати великі одноразові виплати.

¹⁰ Через 4 місяці список критичного імпорту було скасовано, а податки на імпорт відновлено.

¹¹ <https://www.reuters.com/markets/europe/why-italy-is-tangle-over-its-eu-recovery-funds-2023-05-24/>.

66. Послаблення обмежень на рух капіталу має слідувати за нормалізацією валютного ринку. Іншими словами, спочатку слід дозволити гривні плавати, а потім поступово скасовувати обмеження на рух капіталу. За потреби обмеження можуть бути послаблені чи посилені у світлі (дис)балансу рахунку операцій з капіталом. Щоб зменшити викривлюючий вплив очікуваних змін в обмеженнях на рух капіталу, влада не повинна брати на себе зобов'язання щодо графіка змін таких обмежень.
67. Обмеження на рух капіталу можна доповнити іншими заходами, щоб мінімізувати ймовірність бум-спад циклу. Наприклад, можна запровадити додаткові збори на імпорт споживчих товарів, щоб Україна мала стимули використовувати допомогу для імпорту машин, обладнання та інших інвестиційних товарів. Іншими словами, іноземна допомога та надходження капіталу мають використовуватися для підвищення виробничих потужностей економіки, а не для фінансування споживання. Малоімовірно, що обмеження на рух капіталу суттєво вплинуть на прямі іноземні інвестиції, оскільки значні прибутки (а отже, і репатрійовані дивіденди) мають переважно матеріалізуватися через багато років після початку відновлення економіки.

Макропруденційна політика

68. Відновлення створює нетипові виклики для макроекономічної стабільності. Зокрема, швидке відновлення може потребувати значного розширення кредитування для фінансування інвестицій (у нове житло, ремонт інфраструктури тощо) та споживання (купівля автомобілів та інших товарів тривалого користування). Оскільки війна сильно підірвала (якщо не знищила) власний капітал підприємств і заощадження (активи) приватних осіб, залежність від кредитів може бути більшою, ніж зазвичай під час фази підйому типових бізнес-циклів. Значний приплив допомоги на відновлення може призвести до зміцнення гривні, що ще більше посилить запозичення. Іншими словами, існує небезпека яскраво вираженого бум-спад циклу в післявоєнній Україні, що може поставити під загрозу макроекономічну стабільність і підірвати підтримку реформ, вступу до ЄС і загалом ринкової економіки. Тому вкрай важливо використовувати макропруденційні інструменти для стримування надмірного кредитування.
69. Національний Банк України має бути основним наглядовим органом у цій сфері. Наявність єдиного регулятора не лише чітко визначає обов'язки, але й обмежує регуляторний арбітраж та витоки інформації. Наприклад, можна очікувати зростання тіньового банкінгу, і буде важливо мати один орган, який встановлюватиме регуляторний периметр. Враховуючи високий рівень взаємозаміщення між традиційними та тіньовими банківськими послугами, макропруденційні повноваження для всього фінансового сектору потрібно покласти на центральний банк, який уже регулює традиційні банки. Деякі повноваження можуть бути додатково делеговані безпосередньо центральному банку (як це було зроблено у випадку зі страховим сектором, який мав слабкий нагляд з боку Національної комісії,

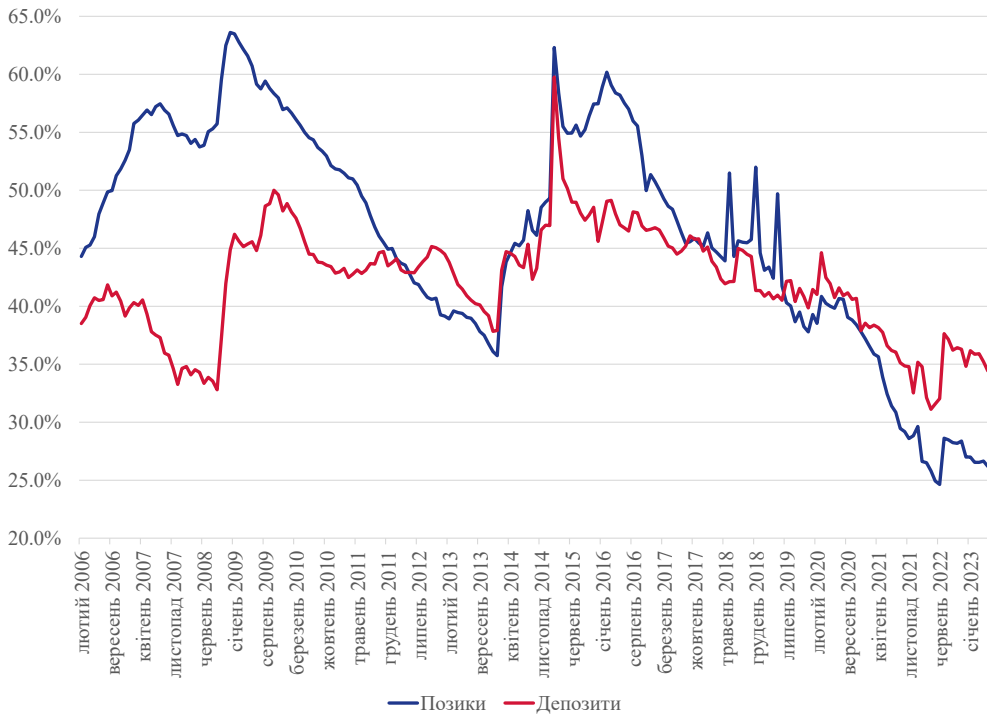
яка здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, що призвело до виникнення цілої низки проблем). Водночас Національний Банк України має й надалі використовувати Раду з фінансової стабільності для координації політики та обміну інформацією.

70. Банківський сектор в Україні є висококонцентрованим (Ощадбанк та Приватбанк, два державні банки, контролюють понад 50% депозитів). Хоча центральний банк регулярно проводить стрес-тести, така концентрація свідчить про необхідність додаткового *мікропруденційного* нагляду (який може включати платіжні системи, які обслуговуються цими банками, а також особливу увагу до якості правління та менеджменту банків і потенційного політичного впливу, характерного для державних банків), щоб гарантувати, що жоден із цих банків не зможе підважити роботу фінансової системи. Крім того, Райффайзенбанк Україна (4-й за величиною банк і дочірній банк Райффайзен Банк Інтернаціональ (РБІ) зі штаб-квартирою в Австрії) має опосередковану залежність від Росії через присутність Райффайзена в Росії (РБІ отримав 2 млрд доларів прибутку в Росії,¹² що становить більше половини прибутку РБІ). Якщо РБІ зіткнеться з проблемами через свою присутність у Росії, Райффайзенбанк Україна також може потрапити у несприятливу ситуацію.
71. Хоча ринки капіталу в Україні недостатньо розвинені, фінансовий сектор розвивається швидко. Центральний банк має вжити заходів, щоб залишатися на крок попереду, сприяючи розвитку ринку, але водночас не забуваючи про макропруденційні міркування. Наприклад, Національний Банк України міг би створити реєстр позабіржової торгівлі, щоб мати кращу інформацію про торговельні мережі та ризики (Міжнародна асоціація свопів та деривативів (ISDA) та інші центральні банки могли б надати технічну допомогу). Нинішній рівень розвитку ринку капіталу також вимагає певного набору макропруденційних інструментів, які спрощують регулювання, мінімізують регуляторний арбітраж і можливості для зловживань та корупції, а також дозволяють уникнути втручання в промислову політику. Наприклад, цей інструментарій може включати ліміти на зростання кредитування, обмеження співвідношення позики до вартості, циклічні резервні вимоги, жорсткіші ліміти на розриви строків погашення, ліквідності, валюти, а також версію правила Волкера (тобто комерційним банкам не можна дозволяти торгувати в своїх інтересах з використанням депозитів). Ринкові, а не галузеві обмеження допоможуть зменшити обсяги діяльності в обхід правил.
72. Оскільки Україна прагне приєднатися до ЄС та залучити капітал з європейських економік, макро- та мікропруденційне регулювання треба узгодити з практикою ЄС. З цією метою Україні слід звернутися по технічну допомогу до Європейської ради з системних ризиків, Європейського центрального банку та Європейського банківського управління. Адаптація до норм ЄС сприятиме приходу в Україну

¹² <https://www.reuters.com/business/finance/austrias-rbi-earns-growing-share-profit-russia-2023-02-01/>

- іноземних банків (зокрема через купівлю державного банку), що забезпечить приплив свіжого капіталу та диверсифікацію ризиків. У цьому контексті важливо модернізувати українське законодавство, щоб пристосувати його до фінансових інструментів (сек'юритизація, конвертовані облігації, варанти тощо), які використовуються в країнах із розвинутою економікою задля забезпечення гнучкості у фінансуванні відбудови.
73. Повеєнне відновлення в інших країнах часто застосовувало фінансову репресію для зниження збитків (дефіциту) як банківського, так і державного секторів, мобілізації заощаджень, прямого кредитування та потенційної мінімізації впливу вкладів із банків через скорочення можливостей вибору, доступних для вкладників. Певна форма фінансової репресії може бути неминучою і в Україні (Україна використовувала фінансову репресію, щоб допомогти банкам відновити свої баланси після 2014 року, і використовує фінансову репресію зараз, пропонуючи вкладникам від'ємні реальні процентні ставки). Однак, існують кращі інструменти для подолання післявоєнних викликів. Як зазначалося вище, Україна має отримати значне списання боргу, що зменшить потребу в застосуванні фінансової репресії для погашення державних боргів. Двостороннє чи багатостороннє кредитування українського уряду після війни, найімовірніше, буде надано на дуже пільгових умовах, що зменшить потребу в дешевому залученні коштів всередині країни. Банківський сектор може бути рекапіталізований урядом безпосередньо. Післявоєнне відновлення спиралося на зростання, яке фінансувалося за рахунок низьких відсоткових ставок, вимушених для вкладників, оскільки країни часто не мали доступу до зовнішнього фінансування та допомоги. Ми очікуємо значний притік капіталу та допомоги в Україну після війни. Нарешті, фінансова репресія може створити більше можливостей для корупції.
74. Як і в інших країнах із перехідною економікою, в Україні спостерігається значна доларизація. Хоча частка депозитів і кредитів в іноземній валюті зменшилася з приблизно 60% у 2015 році до близько 30% сьогодні (Рис. 2), поточна частка залишається високою і, отже, створює ризики для економіки (особливо якщо фірми й домогосподарства можуть позичати в іноземній валюті через тіньовий банківський сектор). Центральний банк має й надалі заохочувати залучення депозитів і кредитів у гривні, а також розвивати можливості хеджування коливань обмінного курсу, щоб обмежити вразливість через доларизацію.

РИС. 2. ЧАСТКА ДЕПОЗИТІВ І КРЕДИТІВ (ДОМОГОСПОДАРСТВ ТА НЕФІНАНСОВИХ КОРПОРАЦІЙ) В ІНОЗЕМНІЙ ВАЛЮТІ .



Джерело: Національний Банк України

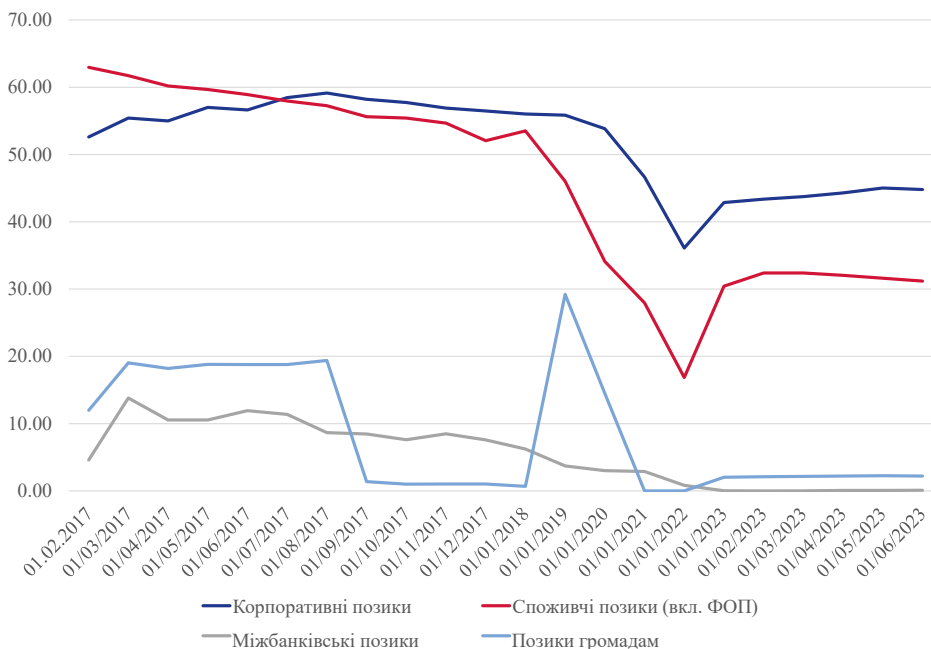
75. Макропруденційне регулювання, природно, зосереджується на “катастрофічних” ризиках. Як наслідок, хоча регуляторні витрати є постійними й відчутними, вигоди можуть бути менш очевидними, оскільки ризики можуть не реалізуватися. На жаль, екстремальний сценарій став реальністю в Україні у 2022 році, але довоєнна макропруденційна робота НБУ окупилася, коли банківська система витримала воєнний шок. Ми сподіваємося, що цей урок буде враховано під час захисту макропруденційного регулювання в післявоєнний період, коли можна буде почути гучні заклики до пом'якшення регулювання задля прискорення економічного зростання.

Оздоровлення банківської системи

76. Вторгнення спричинило величезний стрес для банківського сектору та економіки в цілому. Станом на квітень 2023 року 38,8% корпоративних та споживчих кредитів є непрацюючими (Рис. 3), причому значна частка непрацюючих кредитів успадкована з довоєнного періоду. Державні банки утримують близько 75% непрацюючих кредитів у секторі; лише ПриватБанк має понад 40%. Потенційні втрати кредитного

портфелю можуть сягнути 30%. Хоча банки почали визнавати збитки та формувати резерви для покриття цих втрат, успішне відновлення економіки вимагає ретельного очищення банківського сектору.

РИС. 3. ЧАСТКА НЕПРАЦЮЮЧИХ КРЕДИТІВ, %



Джерело: Національний Банк України

77. Криза 2014-2015 років пропонує шаблон для рекапіталізації банків. Ослаблений кредитуванням пов'язаних сторін та неефективним управлінням, банківський сектор сильно постраждав від втрати активів у Криму та на Донбасі. Частка непрацюючих кредитів перевищила 50% у 2017 році.¹³ Як обговорюється в De Naas and Pivovarsky (2022), влада застосувала підхід (“київський підхід”), який був відносно сприятливим для позичальників і дозволяв добровільну позасудову реструктуризацію непрацюючих зобов'язань. Такий підхід може впоратися з великим обсягом непрацюючих кредитів без тривалого судового процесу.
78. Державні банки неохоче вдавалися до добровільного врегулювання, оскільки керівництво цих банків було занепокоєне потенційними кримінальними справами через “завдання збитків” державі (списання може розглядатися як привласнення або пошкодження державного майна). Цей аспект є важливим у нинішніх умовах,

¹³ До 2014 року багато з цих кредитів належно не працювали, і банки використовували постійну реструктуризацію своїх кредитних портфелів, щоб уникнути визнання збитків. Після значних реформ у Національному Банку України центральний банк покращив банківський нагляд і змусив банки визнавати непрацюючі кредити.

оскільки багато непрацюючих кредитів зосереджено в державних банках. Хоча початково планувалося завершити врегулювання непрацюючих кредитів до 2022 року, його було продовжено до 2028 року

79. Враховуючи обсяг проблеми та нагальність оздоровлення банківського сектору, De Naas and Pivovarsky (2022) рекомендують використовувати (напів)централізований підхід (наприклад, проблемні активи розміщуються в одному або кількох “поганих банках”), а не децентралізований підхід (наприклад, “лондонський підхід”, який наголошує на добровільному врегулюванні між банками та боржниками поза судовою системою). Погані банки можуть бути приватними (як-от, у Швеції на початку 1990-х років) або державними (наприклад, Корея в 1997-1998 роках або Ірландія після кризи суверенного боргу в 2010-х роках). Основною перевагою централізованого підходу з державним “поганим банком” є економія на масштабах, що дозволяє не лише швидко обробляти подібні активи, використовувати унікальні таланти для управління активами та отримувати кращі ціни від потенційних покупців, але й залучати фінансування від потенційних міжнародних донорів або отримувати компенсацію за збитки від Росії (багато непрацюючих кредитів можуть бути безпосередньо пов’язані з російською агресією). Непрацючі кредити, які не будуть поглинуті “поганим банком”, можуть бути врегульовані за допомогою “київського підходу”.
80. Для того, щоб банківський сектор міг ефективно сприяти кредитним потокам після закінчення війни, важливо розпочати підготовку вже зараз. Зокрема, розробка принципів перегляду якості активів (ПЯА) та проведення попереднього ПЯА надасть інформацію про розмір необхідної рекапіталізації та допоможе розробити попередні плани рекапіталізації. Для реалізації централізованого підходу до вирішення проблеми непрацюючих кредитів уряд має підготувати законодавчу базу для створення нової агенції, яка б займалася “поганими банками”, або розширити повноваження існуючих установ (наприклад, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб). Ми також не рекомендуємо “суцільне” списання боргів, оскільки такі програми, як правило, є дуже дорогими з фіскальної точки зору.
81. Використання державних грошей для рекапіталізації приватних банків є політично чутливим питанням, оскільки суспільству навряд чи сподобаються такі “подарунки”. Отже, уряд повинен подвоїти свої зусилля, щоб повернути принаймні частину коштів від рекапіталізації. На практиці це означає запровадження суворих стандартів управління (незалежні наглядові ради, підвищена прозорість, управління ризиками тощо) та подальший продаж державного пакету акцій вітчизняним або іноземним інвесторам. Хоча національні уряди зазвичай рекапіталізують банки за допомогою прямих вливань капіталу або довгострокового субординованого боргу, українські обставини можуть дозволити створити ширшу коаліцію за участю національного уряду, міжнародних банківських груп та країн-донорів. Наприклад, для підтримки

банків з іноземним капіталом в Україні інші центральні банки можуть допомогти Національному Банку України через надання допомоги банківським групам у межах своєї юрисдикції.

Розвиток фінансового ринку

- 82.** Україні бракує глибоких ринків капіталу для залучення та розподілу фінансування на відбудову. Хоча центральний банк не може вирішити цю проблему самостійно (наприклад, він не може покращити захист міноритарних акціонерів), він може допомогти розвинути інфраструктуру для ринкового фінансування й зокрема інтегрувати фінансову систему України у світові ринки капіталу. Наприклад, дозвіл нерезидентам використовувати міжнародний центральний депозитарій цінних паперів Clearstream для купівлі українських державних облігацій значно підвищив спроможність Міністерства фінансів залучати іноземних інвесторів та знизив вартість запозичень. Подібні інструменти для приватного боргу можуть стати кроком до глибшої інтеграції та ширшого доступу до капіталу. Також центральний банк може сприяти розвитку активного ринку іпотечного кредитування.
- 83.** Платіжна система гідно витримала шок війни. Платежі всередині країни, як правило, дешеві та швидкі. Однак транскордонні платежі є громіздкими і дорогими. Зважаючи на велику українську діаспору в Польщі, Німеччині та інших країнах, грошові перекази й надалі залишатимуться вагомим чинником для поточного рахунку платіжного балансу (наприклад, у 2021 році грошові перекази становили 15 мільярдів доларів США, що більш ніж удвічі перевищує обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну) та для фінансування проектів (особливо для малих і середніх підприємств). Центальному банку слід удосконалити платіжну систему (це може вимагати посилення політики, спрямованої на боротьбу з відмиванням грошей та фінансуванням тероризму), щоб розширити доступ до транскордонних переказів та знизити їхню вартість (наприклад, PayPal пропонує обмежені послуги в Україні).

IV. РИНОК ПРАЦІ

- 84.** Довоєнний ринок праці в Україні мав дві ключові особливості. По-перше, існувала значна невідповідність між навичками, яких потребували роботодавці, та навичками, які могли запропонувати працівники (Anastasia et al. 2022, Kurpets et al. 2023). По-друге, у відповідь на регуляторні та фіскальні причини виник подвійний ринок праці. Хоча деякі працівники мали фактично постійні контракти, інші наймалися як підрядники/підприємці з мінімальним соціальним захистом і тривіальними податковими зобов'язаннями та внесками до пенсійної системи. Застарілий трудовий кодекс, заснований на прийнятому в 1970-х роках законодавстві, сприяв дисбалансу і негнучкості на ринку праці (наприклад, понаднормова робота

дозволена лише у виняткових випадках), а також зростанню неформального сектору. Довоєнні демографічні проблеми загострилися через те, що багато працівників покинули країну під час війни.

- 85.** Можна очікувати, що мільйони працівників після війни будуть змушені змінити роботу (за оцінками Anastasia et al. 2022, це торкнеться щонайменше 10% робочої сили). Причини різні – від зміни місця проживання через зруйноване житло, психологічні та фізичні рубці війни до змін у структурі економіки України. (За опитуваннями, станом на вересень 2022 року 39% респондентів змінили місце проживання). Вже зараз спостерігається чітка регіональна невідповідність попиту та пропозиції на робочу силу (наприклад, у Запоріжжі мало вакансій і багато шукачів роботи порівняно зі Львовом). Ветерани потребуватимуть допомоги для реінтеграції в цивільне життя. Мільйони працівників, імовірно, повернуться в Україну, але їхні перспективи на ринку праці мають бути достатньо привабливими, щоб вони повернулися додому. Нестача робочої сили, ймовірно, буде гострою в перші повоєнні роки (довоєнний рівень економічної активності в Україні становив 55%, що нижче середнього показника 60% для країн ОЕСР).
- 86.** З огляду на великі переміщення на ринку праці філософія його регулювання має змінитися від захисту робочих місць до захисту працівників. Це означає, що уряд має забезпечити виплати з безробіття, сильні стимули для пошуку роботи, платформу для збору та обміну інформацією про ринок праці, допомогу в перекваліфікації та пошуку роботи, а також інші активні заходи на ринку праці (як-от надання тимчасової зарплатної субсидії працівникам, які змінюють місце роботи, див. Voegi and Cahuc 2022). Враховуючи очікуваний дефіцит робочої сили після війни та досвід інших східноєвропейських країн у кризові часи (див., наприклад, Blanchard et al. 2013), малоімовірно, що така лібералізація ринку праці призведе до масового безробіття. Щоб цей підхід був стійким у довгостроковій перспективі, його мають фінансувати українські платники податків. Kupets et al. (2023) пропонують створення інформаційної системи ринку праці, яка включала б єдину базу даних доступних вакансій, а також системи моніторингу та оцінки заходів на ринку праці та послуг, наданих Державною службою зайнятості. Сьогодні Державна служба зайнятості (ДСЗ), схоже, не відповідає очікуванням: з 1,7 мільйона безробітних за методологією Міжнародної організації праці у 4 кварталі 2021 року лише 300,000 були зареєстровані в ДСЗ; кількість вакансій, зареєстрованих у ДСЗ, менша, ніж кількість вакансій, розміщених на онлайн-платформах, таких як work.ua, jooble.ua тощо.
- 87.** Втім, деякі групи населення все одно не зможуть знайти повноцінну роботу в умовах післявоєнної економіки. Інші країни використовують достроковий вихід на пенсію для подолання такої втрати робочих місць, однак такий підхід ляже непосильним тягарем на й без того виснажену пенсійну систему України (Anastasia et al., 2022). Ми пропонуємо використовувати подовжену допомогу з безробіття чи подібні схеми, щоб допомогти таким особам вийти на пенсію.

88. Війна та криза, спричинена Covid-19, призвели до значних прогалин у шкільній освіті. Людський капітал також зменшується через прямі втрати людських життів і відсутність досвіду роботи (Blundell et al. (2016), Dinnerstein et al. (2020) та інші підрахували, що рік без роботи знижує людський капітал на 4-8 відсотків), а також через втрату спеціалізованого людського капіталу через вимушену зміну місця роботи. Це вимагає масової допоміжної освіти та навчання. У контексті переходу від підходу “захищати робочі місця” до підходу “захищати працівників” критично важливо забезпечити перекваліфікацію тих, хто втратив роботу, щоб мінімізувати витрати, пов’язані з втратою робочих місць. Щоб забезпечити відповідність пропозиції навичок потребам бізнесу, більш активне залучення бізнесу до визначення навчальних програм (особливо для професійно-технічної освіти, як це робиться в німецьких Fachschule) має допомогти зменшити невідповідність між попитом і пропозицією та інші прояви неефективності. Реінтеграція ветеранів, людей з інвалідністю, біженців та внутрішньо переміщених осіб створює додаткові виклики (Gorodnichenko et al. 2022). Окрім субсидованого навчання та освіти, податкових пільг для підприємств, які наймають цих людей, та інфраструктури, пристосованої для людей з інвалідністю, може знадобитися більш активна підтримка громади (групи переходу/підтримки, консультанти тощо) (Demers 2011). Оскільки ці програми є одноразовими, їх можна було б фінансувати за рахунок міжнародної допомоги та в рамках вступу до ЄС (можливо, в рамках програми ЄС “Підтримка для зменшення ризиків безробіття в надзвичайних ситуаціях” (SURE)).
89. Хоча негативні наслідки потенційного дефіциту робочої сили можна певною мірою пом’якшити за рахунок менш зарегульованого ринку праці, український уряд може застосувати інші інструменти для більш ефективного використання наявних ресурсів та створення потенційної синергії з іншими заходами політики. Наприклад, уряд може надавати субсидії на догляд за дітьми, щоб збільшити економічну активність жінок та підвищити народжуваність. Робота з дому та інші гнучкі механізми можуть стимулювати зайнятість груп населення, які слабо залучені до ринку праці, а також повернути людський капітал, втрачений під час війни.
90. Оскільки багато українців можуть перебувати за кордоном, важливо, щоб їхні доходи не підлягали подвійному оподаткуванню. Більш відкритий для іммігрантів ринок праці також має допомогти покрити дефіцит робочої сили (Anastasia et al., 2022).
91. Хоча іноді рекомендують знизити податки на працю, щоб зменшити поширеність неформальної зайнятості, податкове навантаження на працю в Україні (18% податку на доходи фізичних осіб, 1,5% військового збору, 22% внесок на соціальне страхування) подібне до податкового навантаження в аналогічних європейських країнах. Більше того, зниження податків поставить під загрозу систему соціального захисту. Тому зниження податків на працю має бути пов’язане зі зменшенням розміру неформального сектору, ліквідацією податкових лазівок

та розширенням бази оподаткування (наприклад, не можна дозволяти великим підприємствам класифікувати своїх де-факто працівників як малих підприємців), а також посиленням контролю за сплатою податків. Щоб перевести неформальних працівників у формальний сектор, уряд має знизити витрати на дотримання трудового законодавства, а також роз'яснити зв'язок між особистими внесками та охопленням соціальним страхуванням.

92. На поточний момент в Україні відсутня належна інфраструктура для моніторингу ринку праці. Наприклад, останній перепис населення проводився 2001 року. Якісне вимірювання стану ринку праці матиме важливе значення для своєчасного реагування на нього. За технічної допомоги Європейського Союзу Україна має розробити та впровадити високочастотне опитування робочої сили з відстеженням респондентів протягом років, базу даних вакансій (з детальною інформацією про місцезнаходження та вимоги до кваліфікації кожної вакансії) та опитування домогосподарств для збору інформації про участь у програмах (деталі див. у Kurets et al. 2023 та Anastasia et al. 2022). Ці дані дозволять уряду оцінити ефективність державних програм на ринку праці та внести необхідні корективи.

V. РЕГУЛЯТОРНЕ СЕРЕДОВИЩЕ

93. З огляду на невдалий радянський експеримент в Україні та історію корупції в уряді, як шлях уперед пропонуються повністю лібертаріанські механізми. Ця стратегія навряд чи піде Україні на користь. Регулювання є бажаним з низки причин, таких як обмеження монополій, постачання безпечної продукції споживачам, пом'якшення зовнішніх ефектів тощо.
94. Крім того, на шляху до вступу в ЄС Україна повинна буде привести своє регуляторне середовище у відповідність до законодавства ЄС, яке навряд чи відповідає принципу "*laissez faire*". Отже, головною метою має бути підвищення ефективності регулювання, а не його повне скасування. Ми пропонуємо кілька стратегій для покращення якості регулювання.
95. Регуляторне середовище України – це "сплав" радянських стандартів та вимог ринкової економіки. Хоча з 2014 року Україна поступово скорочує бюрократичні перепони, ведення бізнесу залишається складнішим, ніж у схожих країнах: Україна посідає 64-те місце в рейтингу легкості ведення бізнесу 2020 року, тоді як Польща та Литва – 40-ве та 11-те. Існує очевидна потреба у проведенні аудиту регуляторних актів з метою скасування застарілих вимог, усунення суперечностей тощо. Регулювання слід оцінювати з точки зору не лише його потенційних вигод, але й витрат. Майже всі країни ОЕСР використовують аналіз регуляторного впливу (АРВ) для визначення того, чи в підсумку запропонована регуляторна норма є доречною. Досвід Світового банку з проведення АРВ для країн, що розвиваються, може стати корисним взірцем для України. Хоча Україна вже застосовує АРВ до деяких регуляторних актів, їй потрібно вийти за рамки спорадичного застосування та формалізму.

96. Оскільки Україна прагне приєднатися до ЄС, вона може зменшити регуляторне навантаження через автоматичне затвердження виданих ЄС ліцензій. Наприклад, якщо лікарський засіб схвалений для використання в ЄС, він буде автоматично схвалений для використання в Україні.
97. Казахстан та інші країни експериментували з аутсорсингом деяких судових повноважень (наприклад, британські судді у відставці можуть вирішувати спори між інвесторами та органами влади). Незважаючи на очевидну цінність арбітражу в нейтральних судах Стокгольма, Лондона тощо, аутсорсинг, як це було зроблено в Казахстані, важко масштабувати, і, як видається, він має досить обмежені результати з точки зору підвищення довіри інвесторів. (За даними Світового банку, чисті ПІІ до Казахстану становили лише 2,2% ВВП у 2022 році, тоді як відповідний показник для Польщі становив 5,1%.) З огляду на прагнення України приєднатися до ЄС, кращим підходом на перехідному етапі є використання Суду справедливості держав Європейської асоціації вільної торгівлі (ЄАВТ). Але філософія має бути фундаментально іншою: процес відбудови має бути спрямований на розвиток національних інституцій, а не на їхню заміну. Наприклад, Україна може використати добру волю і таланти своїх друзів і діаспори, залучивши їх до допомоги у відборі кваліфікованих, авторитетних чиновників і суддів в Україні.
98. Антимонопольний комітет України (АМКУ) критикують за нездатність вирішити проблему зростання монопольної влади. Ці результати відображають як кадрові виклики, так і інституційні вади. Наприклад, АМКУ досі має обмежену фінансову та операційну незалежність. Рішення АМКУ мають бути затверджені судами (лише 7% штрафів, накладених комітетом, затверджуються судами). Антимонопольне законодавство має суттєві суперечності (в тому числі щодо того, хто призначає голову комітету – парламент чи президент) як з українським законодавством, так і з директивами ЄС. Враховуючи центральну роль комітету в обмеженні влади олігархів, важливо наблизити цю інституцію до стандартів ЄС. На перехідному етапі може бути прийнята модель, за якої Генеральний директорат Європейської комісії з питань конкуренції може видавати необов'язкові до виконання юридичні висновки, які українська влада може використовувати у своїх рішеннях.
99. Важливо обмежити можливості бізнесу впливати на регуляторів. Наприклад, регулятори повинні розкривати інформацію про свою взаємодію з бізнес-спільнотою, витримувати період мораторію на зайняття посад у приватному секторі, дотримуватися політики про конфлікт інтересів тощо.

VI. ЗАКЛЮЧНІ ЗАУВАЖЕННЯ

100. Наші пропозиції щодо макроекономічної політики на етапі відновлення є основою для ширших зусиль з розробки та планування відбудови України. Ми наголошуємо, що стійкі державні фінанси, виважена монетарна політика, передбачувана і справедлива регуляторна база та гнучкі ринки праці є основою для успішного

розвитку людського капіталу, технологічного стрибка та багатьох інших елементів відновлення. Подібно до того, як Becker et al. (2022a) розпочали академічну та політичну дискусію щодо складових, необхідних для успішного відновлення, цей звіт має на меті стимулювати дискусію щодо оптимальних макроекономічних орієнтирів для України. Отже, ми розглядаємо цей звіт як основу для подальших дискусій та досліджень з цього питання.

101. Відновлення України стане випробуванням не лише для України, але й для її союзників та міжнародних інституцій. Немає сумнівів, що попереду на Україну чекають довгі роки важкого шляху, пов'язаного з багатьма ризиками: зовнішня допомога може бути погано скоординованою або не матеріалізуватися, питання безпеки можуть бути вирішені не до кінця, політика може набути популістського характеру, біженці можуть не повернутися. Очевидно також, що лише Україна може виконати своє домашнє завдання і перетворитися на сучасну країну з міцними, демократичними інституціями та динамічною економікою. Міжнародне співтовариство зобов'язалося надати Україні непохитну підтримку під час війни і в післявоєнний період. Рішучість українського народу та партнерів України дає нам підстави вірити, що відновлення України стане історією успіху. Ми сподіваємося, що цей звіт зробить внесок у цей успіх.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Anastasia, G, T Boeri, M Kudlyak and O Zholud (2022), “[The Labor Market in Ukraine: Rebuild Better](#)”, in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- Auerbach, A (2017), “Demystifying the Destination-Based Cash-Flow Tax”, NBER Working Paper 23881.
- Auerbach, A J and R Lee (2009), “Notional Defined Contribution Pension Systems in a Stochastic Context: Design and Stability”, in J Brown, J Liebman and D A Wise (eds.), *Social Security Policy in a Changing Environment*, University of Chicago Press.
- Auerbach, A J and R Lee (2011), “Welfare and generational equity in sustainable unfunded pension systems”, *Journal of Public Economics* 95(1-2): 16-27.
- Becker, T, B Eichengreen, Y Gorodnichenko, S Guriev, S Johnson, T Mylovanov, K Rogoff, and B Weder di Mauro, 2022a. “[A Blueprint for the Reconstruction of Ukraine](#).” *CEPR Rapid Policy Response #1*.
- Becker, T, B Eichengreen, Y Gorodnichenko, S Guriev, S Johnson, T Mylovanov, M Obstfeld, K Rogoff and B Weder di Mauro (2022b), [Macro-economic Policies for Wartime Ukraine](#), *CEPR Rapid Policy Response #2*.

- Becker, T, J Lehne, T Mylovanov, G Spagnolo and N Shapoval (2022c), “[Anti-corruption policies in the reconstruction of Ukraine](#)”, in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- Bhargava, A, R Bouis, A Kokenyne, M Perez-Archila, U Rawat and R Sahay (2023), “Capital Controls in Times of Crisis – Do They Work?”, IMF Working Papers 2023/067, International Monetary Fund.
- Blanchard, O, M Griffiths and B Gruss (2013), “Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity* 44(2 (Fall)): 325-388.
- Blundell, R, M Costa Dias, C Meghir and J Shaw (2016), “Female Labor Supply, Human Capital, and Welfare Reform”, *Econometrica* 84(5): 1705–1753.
- Boeri, T and P Cahuc (2022), “Labor Market Insurance Policies in the XXI Century”, *Annual Review of Economics*, forthcoming.
- Bout, S (2023), “[5 years of small privatization: How the reform taught communities and the state to manage their property more effectively](#)”, voxukraine.org, 29 June.
- Coibion, O and Y Gorodnichenko (2015), “Inflation Expectations in Ukraine: A Long Path to Anchoring?”, *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, National Bank of Ukraine, issue 233, pages 6-23.
- Confederation of Employers of Ukraine (2023). “How to compensate the 30% loss of workforce,” Available at <https://employers.org.ua/news/id2487>.
- De Haas, R and A Pivovarsky (2022), “[The reconstruction and development of Ukraine’s financial sector after the war](#)”, in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- Demers, A (2011), “When Veterans Return: The Role of Community in Reintegration”, *Journal of Loss and Trauma* 16(2): 160–179.
- Dinerstein, M, R Megalokonomou and C Yannelis (2020), “Human Capital Depreciation”, CESifo Working Paper No. 8614.
- Eichengreen, B and V Rashkovan (2022), “[How to organise aid](#)”, in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- Gorodnichenko, Y, M Kudlyak and A Sahin (2022), “[The Effect of the War on Human Capital in Ukraine and the Path for Rebuilding](#)”, CEPR Policy Insight, May.
- Green, R K, J V Henderson, M E Kahn, A Nikolsko-Rzhevskyy and A Parkhomenko (2022), “[Accelerating urban economic growth in Ukraine](#)”, in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.

- Grygorenko, Y and M Schnitzer (2022), "[Ukraine's business environment](#)", in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- Ierushymov, V and D Marchak (2021), "[Analysis of the effectiveness of legislative regulation of the provision of social assistance in Ukraine for the main target groups](#)", Kyiv School of Economics.
- International Monetary Fund (2023), "[Ukraine: Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Review of Program Monitoring with Board Involvement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine](#)", 31 March.
- Kupets, O, O Betliy and F Postel-Vinay (2023), "Ukraine's labour market: the past, the present and the future", in Y Gorodnichenko and S Stepanchuk (eds.), *Ukraine's Road to Recovery*.
- Kyiv International Institute of Sociology (2023), "[How many Ukrainians have close relatives and friends who were injured / killed by the Russian invasion: results of a telephone survey conducted on May 26 - June 5, 2023](#)", 29 June.
- Kyiv School of Economics (2023), [Report on Damages to Infrastructure](#), March.
- Marchak, D and Y Markutz (2020), "[Tax Breaks: Who and how is subsidized in Ukraine with tax breaks](#)", Kyiv School of Economics.
- Movchan, V and K Rogoff (2022), "[International trade and foreign direct investment](#)", in *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, Yuriy Gorodnichenko, Ilona Sologoub and Beatrice Weder di Mauro, eds., CEPR Press.
- Mylovanov, T and G Roland (2022), "[Ukraine's post-war reconstruction and governance reforms](#)", in Y Gorodnichenko, I Sologoub and B Weder di Mauro (eds.), *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*, CEPR Press.
- National Bank of Ukraine (2023), [Inflation Report](#) – April 2023.
- United Nations High Commissioner for Refugees (2023), [Ukraine Emergency](#).
- Zelikow, P and S Johnson (2022), "[How Ukraine Can Build Back Better](#)", Foreign Affairs, 19 April.
- Дубровський, В, В Черкашин and О Гетман (2021), "[Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні: 2021](#)", CASE Ukraine.

Це публікація – третя в серії CEPR Rapid Response Economics (екстрена економічна політика), призначеної для максимально швидкого поширення досліджень нагальних проблем.

Після понад 500 днів від початку повномасштабного російського вторгнення у 2022 році обсяги руйнувань в Україні приголомшливі. Однак, навіть у цей важкий час життєво важливо розробити плани реконструкції України, щоб відновлення могло розпочатися якомога швидше. Цей звіт пропонує макроекономічну архітектуру і орієнтири на післявоєнний період, які можуть сприяти успішному відновленню. Звіт наголошує, що стійкі державні фінанси, розумна монетарна політика, передбачувана і справедлива регуляторна база та гнучкі ринки праці є основою для успішного розвитку людського капіталу, прямих іноземних інвестицій, технологічного стрибка та багатьох інших елементів відбудови. Головна мета запропонованої архітектури – забезпечити стабільне макроекономічне середовище, яке сприятиме спрямуванню ресурсів у найбільш ефективне річище і закладе підвалини для тривалого економічного зростання.

ISBN: 978-1-912179-75-6



187 boulevard Saint-Germain | 75007 | Paris | France
33 Great Sutton Street | LONDON EC1V ODX | UK
EMAIL: CEPR@CEPR.ORG
WWW.CEPR.ORG