

УДК: 336.71

Олександр Дзюблюк,
доктор економічних наук, професор,
Західноукраїнський національний університет,
Тернопіль, Україна
o.dziubliuk@wunu.edu.ua
ORCID ID: 0000-0002-4967-82

ВЗАЄМОДІЯ ФІСКАЛЬНОЇ І МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

Oleksandr Dziubliuk
Dr. Sc. (Economics), Prof.,
West Ukrainian National University,
Ternopil, Ukraine

INTERACTION OF FISCAL AND MONETARY POLICY UNDER MARTIAL LAW

Анотація. Обґрунтовуються фактори, що визначають необхідність координації монетарної та фінансової політики в умовах воєнного стану. Аналізуються сучасні тренди різних наукових концепцій щодо співвідношення ролі фінансової та монетарної політики у державному регулятивному впливі на економіку, а також взаємозв'язок фінансових та монетарних інструментів, зокрема щодо впливу на інфляцію і динаміку економічного зростання. Окреслено напрями антициклічного регулювання національної економіки, що може здійснюватися за допомогою інструментів фінансової та монетарної політики. Обґрунтовано, що інструменти фінансової та грошово-кредитної політики можуть мати різний вплив на перебіг ділових циклів у процесі регулювання національної економіки, а регулювання може мати експансійний або рестрикційний характер. Визначено основні проблеми, пов'язані із цільовою орієнтацією монетарної політики в Україні, що мають негативний вплив на досягнення стратегічних цілей фінансової політики. Сформульовано шляхи розширення і оптимізації механізму взаємодії на інституційному рівні монетарної і фінансової політики у загальній системі державного регулювання економіки.

Ключові слова: монетарна політика, фінансова політика, центральний банк, державний бюджет, інфляція, державний борг, кредитування, бюджетний дефіцит, грошова маса.

Abstract. The factors that determine the need for coordination of monetary and fiscal policy under martial law are substantiated. The current trends of various scientific concepts on the correlation of the role of fiscal and monetary policy in the state regulatory impact on

the economy, as well as the relationship of fiscal and monetary instruments, in particular on the impact on inflation and the dynamics of economic growth, are analyzed. The study of the interaction between the government and the central bank involves a comparative analysis of the advantages of fiscal and monetary regulation. It has been proven that the effectiveness of macroeconomic policy depends significantly on the form of interaction between the government and the central bank. The directions of countercyclical regulation of the national economy, which can be carried out with the help of fiscal and monetary policy instruments, are outlined. The main problems related to the target orientation of monetary policy in Ukraine, which have a negative impact on the achievement of strategic goals of fiscal policy, have been identified. The conclusion is substantiated that effective interaction between fiscal and monetary policies is possible both in the case of coordination. The ways of expanding and optimizing the mechanism of interaction at the institutional level of monetary and fiscal policy in the general system of state regulation of the economy have been identified.

Keywords: *monetary policy, fiscal policy, central bank, state budget, inflation, public debt, lending, budget deficit, money supply.*

Вступ. Монетарна і фінансова політика як два ключові важелі передачі імпульсів державного впливу на реальний сектор є найважливішими напрямками активізації економічного розвитку, стимулювання бізнесової активності та платоспроможного попиту, а також ефективного спрямування відповідних грошових ресурсів у вигляді кредитів чи пакетів урядової допомоги до їхніх одержувачів – підприємств і домашніх господарств. При цьому незаперечним є факт істотного зростання важливості монетарної і фінансової політики як головних інструментів впливу держави на економіку за умов, коли потрібне гнучке і оперативне реагування на ситуації, пов'язані із розгортанням кризових явищ унаслідок дії внутрішніх чи зовнішніх шоків. Саме таким зовнішнім шоком і стала широкомасштабна воєнна агресія, котра мала всеосяжний вплив на всі аспекти господарського життя суспільства, включаючи і можливості нормального економічного розвитку та реалізації відповідних регулятивних заходів держави, що охоплюють передусім інструменти монетарної і фінансової політики.

В умовах воєнного стану, коли посилюється нестабільність фінансового ринку та національної грошової фінансової систем, питання координації монетарної і фінансової політики набувають особливої актуальності, що зумовлено необхідністю забезпечення високого рівня оперативності у прийнятті рішень та узгодженості дій усіх суб'єктів фінансового ринку та органів державної влади. Адже як показала практика розвинутих країн, традиційні підходи до монетарного і фінансового регулювання в умовах кризових явищ далеко не завжди відповідають потребам кризового розвитку економіки та суспільства і вимагають істотного вдосконалення на основі переходу до активного застосування механізмів координації грошово-кредитної та податково-бюджетної політики, що базуються на оптимізації вибору цілей монетарного регулювання, реформуванні податкової системи, збалансуванні бюджетного процесу та усієї системи державних фінансів.

Значення координації фінансової і монетарної політики особливо зросло в Україні в умовах воєнного стану у зв'язку із загрозою дестабілізації кредитної і фінансової системи, розгортанням інфляції, поглибленням девальвації національної

валюти, а також критичним збільшенням державного боргу та необхідністю управління державними запозиченнями. Адже воєнні дії як фундаментальний фактор форс-мажорного впливу спричинили глибоку економічну кризу неринкового характеру, позначаючись практично на всіх економічних і соціальних сферах життя суспільства та зумовлюючи об'єктивну необхідність внесення коректив у весь механізм державного регулятивного впливу на економіку, включаючи його монетарну і фінансову складові, координація яких є необхідною умовою забезпечення макрофінансової стабільності, безперебійної роботи банківського сектора й нормальної реалізації державою своїх функцій через бюджетний механізм, що загалом є основою економічного виживання країни.

Порушення паритету між цілями та функціями грошово-кредитної і бюджетно-податкової політики в умовах кризи, викликаній війною, активне втручання урядом у механізми функціонування фінансової і кредитної систем спричинило суттєве погіршення стану державних фінансів та послабило ефективність монетарної політики центрального банку. При цьому нестабільність функціонування фінансових ринків та розбалансування систем їх саморегулювання унаслідок воєнних дій, а також тісний зв'язок державних фінансів із корпоративними фінансами, особливо з банківською діяльністю, загострили нагальність вирішення питання про необхідність вдосконалення механізмів координації засобів регулювання національної фінансової системи і грошово-кредитної системи. Тому метою даного дослідження є з'ясування основних теоретичних засад, тенденцій і закономірностей проведення монетарної і фінансової політики у контексті обґрунтування необхідності взаємодії і координації даних двох ключових напрямів державного впливу на перебіг економічних процесів і реалізації стратегічних цілей державної економічної політики в умовах зовнішніх шоків, пов'язаних із воєнним станом.

Основна частина. На сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки особливо гостро постає питання про вироблення нових пріоритетів державної політики для підтримки економічного зростання в нашій країні і формування такої моделі економічної системи, яка б мала довгостроковий потенціал динамічного розвитку і подолання наслідків руйнувань, спричинених війною. Серед великої кількості інструментів та ресурсів, що використовуються у механізмі державного регулювання економічного зростання, особливе значення має забезпечення ефективної взаємодії фінансової та монетарної політики. Річ у тім, що практика реалізації антикризових заходів державної економічної політики щодо усунення наслідків шоків, подолання рецесії і полегшення стану бізнесу і домогосподарств охоплює два найважливіші напрями впливу – фінансовий і монетарний. При цьому фінансова антикризова політика передбачає збільшення бюджетних витрат, включаючи гарантії, прямі виплати за різними пакетами допомог, зменшення або відстрочку щодо стягнення податків, зборів та інших обов'язкових платежів. Що ж до монетарної політики, то вона передбачає реалізацію таких монетарних заходів економічної підтримки, які спрямовані на надання додаткової ліквідності інститутам фінансового ринку, пом'якшення нормативних вимог до банківських установ, а також сприяння нарощуванню обсягів кредитування реального сектора. Саме тому серед значної кількості інструментів та засобів, які використовуються у механізмі державного регулювання економіки, особливо важливе значення має забезпечення ефективної взаємодії фінансової та монетарної політики.

Зміст такої взаємодії визначається двома важливими факторами. По-перше, уряд і центральний банк мають спільні стратегічні цілі, зокрема такі, як збільшення виробництва, зниження інфляції, скорочення державного боргу. При цьому держава може стимулювати зростання ВВП або знижувати інфляцію, використовуючи як інструменти фіскальної політики, так і монетарної політики. І хоча головні прояви інфляції охоплюють монетарну сферу, її вагомими причинами можуть бути структурні зміни в економіці, а також дисбаланси у фіскальній сфері. Разом з тим, високий рівень інфляції може впливати на реальний сектор економіки через монетарні механізми, створюючи труднощі на шляху до вирішення конкретних проблем фінансової системи держави. Адже, наприклад, скорочення державного боргу може бути важливим не лише для уряду, але і для центрального банку, метою якого є забезпечення стабільності на фінансовому ринку. По-друге, що не менш важливо, уряд і центральний банк пов'язані між собою цілою низкою спільних обмежень. Насамперед, це консолідоване бюджетне обмеження уряду та центрального банку, які поділяють тягар стабілізації державного боргу за рахунок профіциту бюджету або сеньйоражу уряду. Ще одне важливе міркування у цьому контексті полягає в тому, що вирішення проблеми компромісу між високою інфляцією та зростанням виробництва визначає об'єктивну необхідність взаємодії між урядом і центральним банком, кожен з яких впливає на сукупний попит за допомогою власних інструментів. Тому для реалізації оптимальної макроекономічної політики держави, спрямованої на мінімізацію згубних наслідків війни для української економіки, зростання виробництва та забезпечення соціальної стабільності, необхідно вирішити проблему оптимального дизайну взаємодії фіскальної та монетарної політики.

В історичному контексті оцінка співвідношення ролі фіскальної та монетарної політики різними науковими концепціями періодично змінювалася. При цьому методологічні підходи до проблеми ефективної взаємодії інструментів фіскальної та монетарної політики, що ґрунтуються на неокласичній та кейнсіанській концепціях, не призвели до виникнення єдиної думки щодо механізмів цієї взаємодії. Найбільш впливові економічні школи та напрями відстоювали пріоритетність використання або бюджетно-податкової, або грошово-кредитної політики, позаяк кожна із них має свої сильні та слабкі сторони. Крім того, дослідження останніх кількох десятиліть показують різну ефективність впливу інструментів представлених видів економічної політики на економічні процеси.

Одним із перших, хто вказав на необхідність взаємодії монетарної і фіскальної політики був американський економіст К. Ф. Кріст, який у своїй роботі обґрунтував, що ефект від окремої або спільної політики уряду і центрального банку визначається їхніми діями як консолідованого сектора по відношенню до решти економіки [1]. Ще більш серйозним поштовхом для розвитку цієї проблематики стало дослідження американських економістів Т. Сарджента і Н. Уоллеса, якими було вперше показано, що обмежувальна монетарна політика не здатна знизити інфляцію як у довгостроковій, так і в короткостроковій перспективі без певних змін у фіскальній політиці [2]. Вони обґрунтували, що навіть якщо центральний банк є інституційно самостійним від уряду, він не може проводити незалежну монетарну політику, зокрема, шляхом скорочення грошової маси і підвищення процентних ставок, з метою підтримки низької інфляції у тому разі, якщо уряд не вирішує проблеми, пов'язані з бюджетним дефіцитом та

державним боргом, адже зростання державного боргу може змусити центральний банк відмовитися від політики жорсткого регулювання грошової маси та збільшити сеньйораж, що, як наслідок, призведе до прискорення інфляції.

Цей результат виникає ще і тому, що за умови незмінної фіскальної політики уряду економічними агентами очікується більш швидке зростання грошової маси у якості єдиного очевидного компенсатора, який має збалансувати майбутні бюджетні обмеження. Подібні дослідження, які обґрунтовують необхідність координації фіскальної та монетарної політики на основі механізму, за допомогою якого обмеження державного бюджету можуть вплинути на динаміку інфляції, містяться у роботах таких авторів, як Е. М. Ліпер [3], К. А. Сімс [4], М. Вудфорд [5], Дж. Кокрейн [6], А. Дрейзен [7] та ряду інших. У цих працях досліджується проблема комбінованого впливу фіскальної та монетарної політики на державний борг, у результаті чого в 1980-х роках сформувалася так звана «фіскальна теорія інфляції», яка демонструє, що за певних умов фінансоване за рахунок зростання державного боргу скорочення певних податків може стимулювати сукупний попит, що суперечить неокласичному підходу із встановлення рівноважного рівня цін та вказує на вагому роль фіскальної політики у розвитку інфляційних процесів.

Одним із головних напрямів розвитку цієї проблематики у сучасній економічній науці стали дослідження між стійкістю державного боргу та регулюванням інфляції. Цей напрям знайшов відображення у роботах Г. Табелліні [8] та Л. Бовенберга [9], які розширили оригінальну модель, показавши, що фіскальна політика, крім власних цілей, також може бути орієнтована на цілі, які традиційно вважалися монетарними. Водночас Р. Бітсма на доповнення до цього досліджує конфлікт інтересів між фіскальною та монетарною політикою, пов'язаною з регулюванням державного боргу та інфляцією [10]. Він доводить, що у разі співпраці у сфері фіскальної та монетарної політики уряду не потрібно використовувати боргову політику для приведення економіки до оптимального рівня, якщо центральний банк стабілізує рівень цін, а власне уряд має бути ще більш нетерпимим до інфляції, ніж сам центробанк і суспільство.

У цьому зв'язку важливо наголосити на ще одному напрямку економічної думки, пов'язаному із проблемою пошуку компромісу між стратегічними цілями стимулювання сукупного виробництва та необхідністю стримування інфляції, оскільки як фіскальна, так і монетарна політика здатні за допомогою власних інструментів впливати і на сукупний попит, і на цінову динаміку. Тому, зокрема, Т. Андерсен і Ф. Шнайдер, досліджуючи цю проблематику, доводять, що незалежність фіскальної та монетарної політики не завжди є бажаною для суспільства [11]. До подібних висновків приходять також А. Діксіт і Л. Ламбертіні, які показали, що в тому разі, коли монетарна політика є більш консервативною, тобто націленою лише на інфляцію, аніж фіскальна політика, то координація між ними є неефективною, бо зумовлює у кінцевому підсумку менший обсяг виробництва і більш високий рівень інфляції у порівнянні із бажаними показниками як для уряду, так і для центрального банку [12]. А тому ефективна взаємодія між монетарною і фіскальною політикою, на думку цих авторів, можлива в тому випадку, якщо і уряд, і центральний банк мають однакові цілі або ці цілі строго розділені між ними, при чому вони вважають лідерство фіскальної політики більш доцільним, ніж монетарної, оскільки вона дає кращі результати.

Із принципово інших позицій розглядають ці процеси С. Шмітт-Грое та М. Урібе, котрі вважають, що стабільність цін має бути головною метою монетарної політики, що водночас визначає успішність і фінансової політики, яку вони вважають менш ефективною через практику податкового субсидування капіталу [13]. На їхню думку, фінансова політика є також менш гнучкою, оскільки податкові ставки не реагують ні на зміни обсягу виробництва, ні на рівень державного боргу, залишаючись постійними протягом усього бізнес-циклу, що виводить на перший план монетарну політику. До аналогічних висновків приходять Дж. Портес і С. Рен-Льюїс, які вважають, що фінансова політика має займати підпорядковане положення щодо тих правил монетарної політики, уряд повинен мінімально застосовувати податкові інструменти для впливу на економіку, скорочувати свої поточні витрати на споживання, а державний борг має діяти як амортизатор і будь-які його коригування мають бути поступовими [14]. Подібні припущення висунуті в роботі Е. Ліпера та К. Лейта, на думку яких процентна політика центрального банку має домінуючий вплив, так як окрім грошового ринку впливає на вартість обслуговування державного боргу [15].

Отже, оцінка основних тенденцій, що мають місце в сучасній економічній науці, свідчить про достатньо серйозну увагу, яка приділяється провідними науковцями питанням координації фінансової та монетарної політики, включаючи основні аспекти взаємодії бюджетно-податкових та грошово-кредитних інструментів, пріоритетність цілей монетарної та фінансової політики та проблеми компромісного вибору між стимулюванням виробництва і обмеженням інфляції, стійкістю державного боргу і ціновою динамікою. Разом із тим, потрібно відзначити, що багато робіт у цій сфері значною мірою зосереджені на інституційній стороні побудови взаємодії між урядом і центральним банком, що пов'язано із оцінкою співвідношення активної і пасивної поведінки монетарної та фінансової влади. При цьому характер взаємодії фінансової та монетарної політики визначається тою вагомістю, яку органи державної влади надають різним макроекономічним показникам. За таких обставин питання координації монетарної і фінансової політики набуває особливо важливої ролі саме у контексті ефективності державної економічної політики загалом.

Процес реалізації державної економічної політики передбачає, що заходи фінансової і монетарної політики як її невід'ємні складові визначаються поставленою метою щодо боротьби з інфляцією, згладжування циклічних коливань економіки, зниження рівня безробіття, стимулювання економічного зростання, формування доходів державного бюджету та здійснення ефективних витрат на виконання державою своїх суспільних функцій. При цьому слід враховувати, що інструменти монетарної політики зазвичай справляють ефективний вплив на економіку в короткостроковому періоді, тоді як інструменти фінансової політики мають більш тривалий період дії, а їх вплив спрямований перш за все на забезпечення стійкого економічного зростання та збалансованість державного бюджету. У цьому процесі держава регулює сукупний попит і реальний національний дохід за допомогою величини грошової маси, обсягів кредитування, державних витрат, трансфертних виплат і оподатковування. Тому досягнення узгодженості монетарної та фінансової політики відображає такий взаємозв'язок двох напрямів державного регулювання, за якого взаємодія фінансових інструментів з каналами монетарної трансмісії

характеризує найкращі їх практичні результати для економічного розвитку в залежності від обраних стратегічних пріоритетів регулювання, що визначає рестрикційний чи експансійний характер впливу держави на економіку.

Так, коли в економіці має місце уповільнення або рецесія, уряд може проводити експансійну фіскальну політику для стимулювання зростання. Цей підхід передбачає збільшення витрат на державні проекти та послуги, такі як розвиток інфраструктури, освіти й охорони здоров'я. Крім того, зниження податків використовується, щоб забезпечити домогосподарствам і підприємствам більший наявний дохід, заохочуючи споживання та інвестиції. У такий спосіб, вливаючи кошти в економіку, уряд прагне створити ефект мультиплікатора, коли нарощування витрат призводить до збільшення доходу та подальшої економічної активності. При цьому центральний банк також може проводити експансійну монетарну політику, що передбачає збільшення пропозиції грошей, зниження процентних ставок, розширення масштабів кредитних операцій банків з метою стимулювання сукупного попиту на ринку, поживавлення економічної кон'юнктури, збільшення робочих місць та стимулювання бізнесової активності.

З іншого боку, коли економіка переживає високу інфляцію або перегрів, уряд може обрати рестрикційну фіскальну політику, заходи якої передбачають уже скорочення державних витрат і збільшення податків для стримування сукупного попиту й контролю над інфляцією. Вилучаючи кошти з економіки, уряд прагне сповільнити витрати та запобігти надмірному зростанню цін. Однак впровадження стримувальних заходів вимагає виваженості і ретельного розгляду, оскільки вони можуть призвести до уповільнення економічного зростання і потенційної втрати робочих місць. А рестрикційна монетарна політика, у свою чергу, передбачає скорочення пропозиції грошей, підвищення процентних ставок, обмеження масштабів кредитних операцій банків з метою стримування надходження нових грошей в економіку і недопущення розвитку інфляційних процесів, а також обмеження бізнесової активності з тим, щоб не допустити перегріву економіки.

Таким чином, особливості взаємодії монетарної і фіскальної політики визначаються загальною стратегією державного регулювання щодо антициклічного впливу на перебіг економічних процесів, за якого державі необхідно скорочувати витрати і збільшувати податки під час економічних підйомів і збільшувати витрати і знижувати податки під час економічних спадів і загрози рецесії. Реалізація такого регулювання має на меті забезпечення згладжування коливань ділових циклів, макроекономічну стабілізацію та ефективний соціально-економічний розвиток країни. У той же час потрібно враховувати, що така політика може одночасно призводити до виникнення бюджетного дефіциту в період економічної рецесії та бюджетного профіциту під час економічне зростання. Тому у рамках подібного циклічного розвитку бюджетні дефіцити одних років мають компенсуватися профіцитами інших років або, навпаки, профіцити повинні компенсуватися дефіцитами.

Однак ще видатний американський економіст Мілтон Фрідман звернув увагу на те, що при реалізації антициклічного регулювання економіки суми бюджетних профіцитів не рівні, а точніше, набагато менші, ніж суми бюджетних дефіцитів. У зв'язку з цим, він зазначав: «Коли приватні витрати із якої-небудь причини зменшуються, нам кажуть, що державні витрати повинні збільшуватися, щоб загальні

витрати залишалися стабільними; і навпаки, коли приватні витрати збільшуються, державні витрати повинні зменшуватися. На жаль, балансир не збалансований» [16]. Інакше кажучи, бюджети самі по собі не збалансовані й не призводять до профіциту, а лише забезпечують деяке скорочення дефіциту в періоди високих темпів економічного зростання. Це означає, що у переважній більшості випадків появи профіциту бюджету зазвичай значно довше передують дефіцити, що призводить до зростання загальної величини державного боргу. У кінцевому підсумку, дефіцит бюджету у переважній більшості країн набув хронічного характеру, що де-факто призвело до відмови від концепції дефіцит/профіцит у процесі антициклічного регулювання засобами фіскальної політики. І це послужило зайвим підтвердженням необхідності активізації усього доступного державі арсеналу засобів впливу на циклічний розвиток економіки, коли самих лише фіскальних засобів саме через бюджетні обмеження виявляється замало, а відтак потрібно задіювати ще і засоби монетарної політики, яка зводиться до економічного регулювання через механізми зміни пропозиції (маси) грошей та їх ціни (процентних ставок) на грошовому ринку. Збільшення пропозиції грошей, за інших рівних умов, зумовлює зниження проценту та зростання інвестицій, а також зростання платоспроможного попиту на ринках. Усе це на коротких часових інтервалах пожвавлює кон'юнктуру ринків і посилює стимули до розширення виробництва.

Так, пожвавлення ринкової кон'юнктури завдяки збільшенню сукупного попиту може забезпечуватися зниженням облікової ставки та збільшенням грошової маси в обігу (інструментів монетарної політики), а також зростанням бюджетних доходів та скороченням видатків (інструментів фіскальної політики). Стимування ринкової кон'юнктури досягається зменшенням сукупного попиту завдяки таким же інструментам, але протилежного спрямування. Наслідком поєднання монетарної рестрикції з фіскальною експансією є стимулювання сукупного попиту, що призводить до зростання ВВП при значному підвищенні інфляції. Високі відсоткові ставки, що передбачає жорстка монетарна політика, можуть призвести до двох наслідків стосовно державного боргу: позитивного – при зміцненні національної валюти, та негативного – при збільшенні вартості обслуговування державного боргу. За умов поєднання монетарної експансії з фіскальною рестрикцією відбувається зменшення дефіциту державного бюджету та утримання вартості обслуговування державного боргу, що досягається завдяки зниженню процентних ставок.

Із зазначеного вище випливає, що взаємозв'язок методів фіскальної та монетарної політики виявляється передусім у спільності цілей окремих їхніх груп. Так, збільшення облікової ставки у складі монетарної політики зумовлює відносне зростання дохідності державних цінних паперів та збільшення надходжень до бюджету від їх реалізації, оскільки вони стають більш привабливими для економічних агентів з точки зору розміщення їхніх коштів. Однак це, у свою чергу, сприяє зростанню бюджетних видатків на обслуговування зростаючого боргу, що в подальшому загострює проблему бюджетного дефіциту і пошуку адекватних джерел на його покриття. Подібний зв'язок можна виявити між механізмами взаємодії інших методів регулювання, що дає підстави розглядати заходи монетарної та фіскальної політики не як альтернативні, а в нерозривній

єдності, і враховувати на практиці не тільки їх прямі регулятивні наслідки, а й результати можливих змін у дії інструментів у процесі регулювання кон'юнктури фінансових ринків. Тому основними аспектами взаємодії монетарної і фінансової політики слід вважати такі, як: зниження рівня інфляції; забезпечення адекватної боргової політики держави; фінансування дефіциту державного бюджету, у тому числі шляхом випуску державних цінних паперів і монетизації державного боргу; стимулювання економічного зростання; управління дефіцитом платіжного балансу.

У цьому ряду цілей стримування інфляції та забезпечення протягом тривалого часу її низького рівня прийнято визначати як головне завдання монетарної політики. І уряд, і центральний банк несуть однакову відповідальність за виконання цього завдання в межах своїх функцій та наявних у їхньому розпорядженні інструментів. При цьому слід враховувати, що уряд має більше можливостей впливати на стримування інфляції пропозиції, а центральний банк – на стримування інфляції попиту. Разом ці можливості реалізуються шляхом застосування монетарного режиму, заснованого на таргетуванні інфляції. Однак, у зв'язку зі своєю специфікою та функціями центральний банк завжди більше уваги приділяє питанням стримування інфляції, ніж уряд. Разом із тим, в умовах воєнного стану потрібно розуміти, що економіка не може функціонувати аналогічним чином, як і в мирний період. Тому нові підходи до координації монетарної і фінансової політики повинні бути спрямовані передусім на сприяння розвитку бізнесу, стимулювання платоспроможного попиту та забезпечення стійкого економічного зростання, що є складовими довгострокової стратегії державної політики з подолання руйнівних наслідків воєнної агресії для нашої країни.

В Україні монетарна політика НБУ спрямовується на приведення інфляції, яка вимірюватиметься індексом споживчих цін у річному вимірі, до цілі 5% на належному горизонті політики, про що зазначається у відповідних програмних документах регулятора [17]. Інакше кажучи, Національний банк України при обранні цільових орієнтирів монетарної політики надалі продовжує дотримуватись хибної практики, розпочатої ще задовго до повномасштабної війни, щодо забезпечення режиму інфляційного таргетування, незважаючи на ті дисбаланси у фінансовому та реальному секторах, виникнення яких пов'язано із запровадженням воєнного стану.

В ідеалі НБУ вважає, що, проводячи політику інфляційного таргетування та змінюючи облікову ставку, він впливає на короткострокові ставки грошового ринку і через них на весь діапазон процентних ставок у фінансовому секторі економіки, стимулює заощадження, а відтак стримує інфляційний тиск. Однак потрібно враховувати, що підвищення відсоткових ставок за інших рівних умов суттєво послаблює кредитну активність комерційних банків, негативно впливаючи на сукупний попит та темпи зростання економіки. Інакше кажучи, спроба на практиці реалізувати режим інфляційного таргетування замість обмеження цінової динаміки негативно позначилася на масштабах кредитування банківською системою економіки та динаміці економічного зростання, зберігаючи при цьому інфляцію на досить високому рівні (табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка процентних ставок за банківськими кредитами і темпів інфляції

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Темпи зростання споживчих цін, %	4,6	-0,2	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	4,1	5,0	10,0	26,6	5,1	12,0
Темпи росту цін виробників промислової продукції, %	14,1	0,4	1,7	31,7	25,5	35,8	16,6	14,3	-7,5	14,7	62,3	38,3	16,4	27,7
Облікова ставка НБУ, %	7,75	7,5	6,5	14,0	22	14	14,5	18,0	13,5	8,0	9,0	25,0	15,0	13,5
Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ, %	12,4	8,1	7,2	15,6	25,2	17,4	16,1	19,2	18,4	7,9	7,7	19,8	26,1	16,2
Процентні ставки за кредитами банків підприємствам у національній валюті, %	14,7	17,3	15,2	16,7	21,4	17,7	15,1	18,1	18,0	11,1	9,7	16,5	19,4	16,1
Кредити, надані комерційними банками, млн. грн.	801809	815142	910782	1020667	981627	998682	1016657	1073131	971871	948386	1044049	1007648	997877	1106844
Динаміка ВВП, % до попереднього року	105,5	100,2	100	93,4	90,2	102,4	102,4	103,5	103,2	96,2	103,4	71,2	105,5	102,9

Джерело складене автором на основі: [19]

Як видно із наведених у таблиці 1 даних, за аналізований проміжок часу розмір облікової ставки НБУ, ставок за кредитами рефінансування та процентних ставок за банківськими кредитами в окремі періоди суттєво перевищували темпи інфляції, роблячи недосяжними кредити банків для значної частини підприємств із невисоким рівнем рентабельності. Національний банк стверджує, що ключова процентна ставка є невисокою, якщо брати до уваги не фактичну інфляцію, а прогнозну. Однак тоді не зовсім зрозуміло, яких інвесторів може зацікавити процентна ставка, яка базується не на прибутковості реального сектора. Крім того, така динаміка інфляції ніяк не може співвідноситися із проголошеною Національним банком в «Основних засадах грошово-кредитної політики» ціллю в 5%, а одним із головних прорахунків з боку регулятора була відмова підтримувати стабільний валютний курс гривні, внаслідок чого національна валюта зазнала кількарізового знецінення за останні десять років.

У реальній дійсності метою грошово-кредитної політики на сьогодні мало б бути насамперед підвищення ефективності її трансмісійного механізму [19]. Адже чіткість передачі сигналу від облікової ставки до фінансового сектора залежить від того, наскільки цей механізм здатний переводити грошові імпульси в економічні результати, а також від ролі фінансового сектора у русі грошових ресурсів в економіці, довіри населення та бізнесу до фінансових посередників. При цьому зниження інфляції може розглядатися лише як початковий етап у постановці завдань для трансмісійного

механізму грошово-кредитного регулювання, за допомогою якого мають долатися кризові явища, притаманні економіці воєнного періоду, а основним завданням монетарної політики в умовах стабілізації цінової динаміки має бути сприяння переорієнтуванню потоків капіталів з фінансового у реальний сектор економіки.

Однак на практиці регулятор обрав своєю головною і єдиною ціллю зниження інфляції, в якості головного засобу боротьби із якою він використовує підвищення процентних ставок. Тому нині результатом реалізації здійснюваної монетарної політики Національного банку України та кредитної політики комерційних банків стала спотворена структура активів банківського сектора, коли частка кредитного портфеля у вигляді наданих суб'єктам господарювання і фізичним особам кредитів становить не більше третини від загального обсягу активів банків (31,4%). У той же час, кошти банків, інвестовані у депозитні сертифікати НБУ, розміщені на рахунках в НБУ та інших банках, а також вкладені у державні цінні папери, сумарно становлять на сьогодні аж 62% загального обсягу активів банківської системи, що може свідчити про зведення нанівець фундаментальної функції банків щодо організації кредитних відносин в суспільстві через фінансове посередництво і трансформування заощаджень у інвестиції. Зростання обсягу інвестицій банків у державні цінні папери та депозитні сертифікати НБУ, а не в реальний сектор свідчить про перекладання комерційними банками ризиків із економіки на державу та істотне зменшення їх схильності до ризику загалом, що активно підтримується діями Національного банку і його процентною політикою. Тільки за результатами 2024 року внаслідок такої політики банки отримали 103,7 млрд грн прибутку.

Така монетарна політика НБУ суперечить уже завданням фінансової політики уряду щодо акумуляції бюджетних ресурсів і їх оптимального витрачання, адже внаслідок високих процентних ставок зростають виплати з бюджету за державними борговими зобов'язаннями, що лише додатково обтяжує і без того зростаючий за останній період обсяг державного боргу, який сягнув на сьогодні уже майже 7,5 трлн грн або близько 180 млрд дол. США (див. табл. 2). При цьому важливим є той факт, що державний та гарантований державою зовнішній борг становить 5573,03 млрд грн (74,50 % загальної суми боргу), або 134,08 млрд дол. США, а державний та гарантований державою внутрішній борг – 1907,30 млрд грн (25,5 % суми боргу), або 45,89 млрд дол. США, тобто три четверті державного боргу – це зобов'язання перед зовнішніми кредиторами, на що потрібно звертати увагу, якщо вести мову про реалізацію НБУ режиму вільного плавання валютного курсу гривні і її систематичної девальвації стосовно іноземних валют, що автоматично збільшує тягар обслуговування зовнішнього боргу.

Слід зазначити, що внаслідок достатньо високих процентних ставок і воєнних ризиків рівень банківського кредитування економіки суттєво скоротився, а натомість істотно зросло навантаження на державний бюджет унаслідок необхідності здійснення масштабних процентних виплат за борговими зобов'язаннями, що лише додатково обтяжує і без того зростаючий за останній період обсяг державного боргу. Національний банк України має можливість самостійно встановлювати облікову ставку, яка і визначає розмір процентних платежів за обслуговування боргу, котрі йому сплачує міністерство фінансів за рахунок державного бюджету. Тому збільшення процентних виплат за такими запозиченнями фактично означає недоотримання

коштів у бюджет для здійснення важливих державних витрат, в тому числі і на воєнні потреби. Водночас така процентна політика НБУ визначає стимули до спрямування грошових коштів із реальної економіки у фінансовий сектор, а не навпаки.

Таблиця 2

Державний та гарантований державою борг України, млрд грн

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.04.2025
Державний борг	2 259,23	2 362,72	3 715,13	5 188,09	6 692,47	7 207,22
Внутрішній борг	1 000,71	1 062,56	1 389,69	1 587,70	1 863,13	1 829,70
Зовнішній борг	1 258,52	1 300,16	2 325,44	3 600,39	4 829,34	5 377,52
Гарантований державою борг	292,65	309,34	360,43	331,54	288,51	273,10
Внутрішній борг	32,24	49,04	72,20	68,80	69,36	77,60
Зовнішній борг	260,41	260,30	288,24	262,75	219,15	195,50
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу	2 551,88	2 672,06	4 075,57	5 519,64	6 980,99	7 480,33

Джерело: складено автором на основі: [20]

Звісно, на операційному рівні координація монетарної та фіскальної політики базується на необхідності використання державних цінних паперів у операціях на грошовому ринку. При цьому державні запозичення як джерело покриття дефіциту бюджету є ще й важливим інструментом регулювання кількості грошей в обігу і величини грошової маси. Однак неприйнятність нинішньої ситуації в Україні визначається високим ступенем залежності формування дохідної бази державного бюджету саме від позичених коштів, а не податкових платежів, розмір яких не може покривати зростаючі бюджетні витрати в умовах воєнного стану. Тому потрібна адекватна монетарна політика, спрямована на поступове зниження процентних ставок з тим, щоб не перешкоджати вкладенню банківських ресурсів у реальний сектор, одночасно скорочуючи надмірні втрати державного бюджету через обслуговування боргу і недоотримання перерахувань прибутку від НБУ. У період, коли економіка знаходиться під впливом шоку, як у випадку воєнного стану в Україні, що позначається на динаміці попиту, центральний банк не тільки може, але й вочевидь повинен допустити певне зростання цін з метою пом'якшення спаду виробництва, адже монетарна політика має ряд переваг перед фіскальною політикою. Насамперед вона характеризується швидкістю і гнучкістю, а оскільки проводиться центральним банком, а не парламентом країни, то зазвичай ізольована від політичного лобізму.

Окремі негативні моменти монетарної політики полягають у тому, що вона здійснює лише непрямий вплив на комерційні банки з метою регулювання динаміки пропозиції грошей. З іншого боку, проведення фіскальної політики ускладняється потребою одночасного збільшення обсягів виробництва і зниження темпів інфляції, а тому для забезпечення економічного зростання потрібно встановити оптимальну податкову ставку, яка б змогла просто коректувати та забезпечувати одночасне

стимулювання підприємницької діяльності та збільшення надходжень до державного бюджету. Заходи фіскальної політики базуються на прямих, нееквівалентних вилученнях грошових коштів в економічних агентів чи таких же нееквівалентних вливаннях їм фінансових ресурсів. Тому стимулюючий вплив цих заходів на поведінку економічних агентів порівняно низький, що вимагає досить обережного, добре виваженого їх застосування. Саме для вирішення цієї проблеми у контексті стратегічної мети держави із забезпечення економічного зростання необхідна чітка система координації фіскальної і монетарної політики, яка буде спрямовуватись на забезпечення досягнення стратегічних цілей розвитку економіки.

Що ж до ефективності фіскального регулювання та його впливу на динаміку економічного розвитку, то воно значною мірою залежить від повноти реалізації податкового потенціалу держави. Фіскальна політика зводиться до економічного регулювання через механізми оподаткування, інших вилучень до централізованих фондів фінансових ресурсів, фінансування витрат держави, пов'язаних з виконанням нею своїх суспільних функцій. Ця політика забезпечує можливість безпосередньо впливати як на сукупний попит, так і на сукупну пропозицію. Якщо рівень фіскальних вилучень доходів економічних суб'єктів зростає, це зменшує їхні можливості і послаблює стимули до нарощування інвестицій, розширення виробництва, що пригнічує сукупну пропозицію та економічну активність. Якщо ж зростають витрати на фінансування державного споживання, то це веде до збільшення номінального національного доходу та сукупного платоспроможного попиту на ринках, що активізує їх кон'юнктуру і певною мірою сприяє розвитку виробництва.

Однак війна визначає величезний фінансовий тягар для держави, а тому цілком закономірним є значне розширення дефіциту державного бюджету у цей період. Оборонні видатки бюджету зараз мають пріоритетне значення, а всі інші державні витрати, пов'язані із соціально-економічними програми, вимушено фінансуються на мінімально необхідному рівні. Саме монетизація бюджетного дефіциту центральним банком дозволяє оперативно профінансувати нестачу коштів для держави, що в окремі моменти вкрай важливо, у тому числі для обороноздатності країни. Утім, це дає змогу лише частково вирішити проблему, позаяк масштабне фінансування бюджетного дефіциту, якщо воно триває роками, може, навпаки, завдати нищівного удару макрофінансовій стабільності та грошовій системі. А тому Національний банк України ще на початку війни зобов'язався обмежити фінансування уряду покриттям лише критичних видатків і зберігати максимальну прозорість у висвітленні таких операцій. Річ утім, що наслідки таких дій центрального банку є доволі суперечливими, оскільки така політика спрямована на підтримку бюджетних витрат, в той час як економіка в цілому залишається в поганому становищі, позаяк рівень безробіття залишається високим, а перспективи економічного зростання суперечливими.

Потрібно наголосити, що розробка принципів і механізмів координації монетарної і фіскальної політики держави повинна здійснюватися на основі чіткого визначення відповідальності окремих органів державної влади, строків і умов проведення запланованих заходів. Це передбачає необхідність використання інструментів і методів монетарної та фіскальної політики для управління рівнем інфляції, дефіцитом державного бюджету і стійкістю державного боргу, що може здійснюватися шляхом:

визначення постійно діючих органів і механізмів, що забезпечують взаємодію центрального банку та уряду в процесі вироблення та реалізації фінансової політики держави; законодавчого та нормативно-правового врегулювання механізмів і процедур розробки та узгодження основних параметрів і показників економічної, грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики; визначення та постійної підтримки механізмів взаємодії уряду та регуляторів фінансового ринку.

Висновки. Основними стратегічними цілями фінансової і монетарної політики держави має бути помірне та стійке економічне зростання, високий рівень зайнятості, стабільність цін та валюти, зовнішньоекономічна рівновага. Дані цілі являють собою субординовану систему, елементи якої взаємопов'язані і взаємозумовлені в тому сенсі, що будь-яка з них може сприяти або перешкоджати досягненню іншої. А тому для досягнення указаних цілей, а також підтримання макрофінансової стабільності і поступового створення умов для поступового переходу до забезпечення стійкого росту економіки державі необхідна чітка система координації фінансової і монетарної політики.

Однак, замість підтримки економічної стабільності, перехід НБУ до режиму інфляційного таргетування, що супроводжувався валютною лібералізацією, став гальмом розвитку банківського кредитування. Проведення Національним банком рестрикційної монетарної політики, заснованої на підвищенні облікової ставки та встановленні надвисокої прибутковості за депозитними сертифікатами створювала по суті об'єктивні передумови для обмеження кредитної активності комерційних банків у реальному секторі з огляду на можливість вкладення їх власних ресурсів у фактично безризикові активи у вигляді цінних паперів НБУ чи держави. Результатом реалізації такої монетарної політики Національного банку України та кредитної політики самих комерційних банків стала спотворена структура активів банківської системи, коли частка кредитного портфеля у вигляді наданих суб'єктам господарювання і фізичним особам кредитів становить лише близько п'ятої частини від загального обсягу активів банків. Отже, Національний банк України по суті нівелював функції банківського сектора як фінансового посередника, водночас своєю процентною політикою підриваючи цілі фінансової політики держави щодо оптимізації механізму обслуговування державного боргу.

В умовах воєнного стану необхідність ефективної взаємодії фінансової та монетарної політики відчувається з особливою гостротою з огляду на безпосередній вплив монетарних інструментів щодо управління ринковою нормою процента на фінансові можливості уряду із акумулювання необхідних надходжень до бюджету через механізм державного боргу, а також формування витратної частини бюджетних ресурсів на його подальше обслуговування. Важливо при цьому, щоб реалізація жорсткої та незалежної монетарної політики центральним банком не суперечила цілям фінансової політики держави щодо наповнення бюджету та не зумовлювала роботу грошових ресурсів винятково у замкнених межах фінансового сектора, як це має місце в Україні у сучасний період.

Список використаних джерел:

1. Christ C. F. On Fiscal and Monetary Policies and the Government Budget Restraint. *The American Economic Review*. 1979. Vol. 69, No. 4 (Sep.). pp. 526-538.

2. Sargent T. J., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. Fall. 1981. pp. 5-17.
3. Leeper E. M. Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*. 1991. No. 27. pp. 129-147.
4. Sims C. A. A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy. *Economic Theory*. 1994. No. 4. pp. 381-399.
5. Woodford M. Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 2001. No. 33. pp. 669-728.
6. Cochrane J. H. Long Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level. *Econometrica*. 2001. No. 69. pp. 69-116.
7. Drazen A. Tight Money and Inflation. Further Results. *Journal of Monetary Economics*. 1984. No. 15. pp. 113-120.
8. Tabellini G. Money, Debt and Deficits in a Dynamic Game. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 1986. No. 10. pp. 427-442.
9. Bovenberg L., Aarle B., Raith M. Monetary and Fiscal Policy Interaction and Government Debt Stabilization. *Journal of Economics*. 1995. No. 62(2). pp. 111-140.
10. Beetsma R., Bovenberg L. Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation? *Journal of Public Economics*. 1999. No. 74. pp. 299- 325.
11. Andersen T., Schneider F. Coordination of Fiscal and Monetary Policy under Different Institutional Arrangements. *European Journal of Political Economy*. 1986. No. 2(2). pp. 169-191.
12. Dixit A., Lambertini L. Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies. *American Economic Review*. 2003. No. 93. pp. 1522-1542.
13. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model. *European Central Bank Working Paper Series*. April 2006. No. 612. 62 p.
14. Portes J., Wren-Lewis S. Issues in the Design of Fiscal Policy Rules. *CFM discussion paper series*. July 2014. No. 12. 33 p.
15. Leeper E., Leith C. Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. January 2016. No. w21867. 120 p.
16. Friedman M. *Capitalism and Freedom*: Fortieth Anniversary Edition. University of Chicago Press, 2002. 208 p.
17. Національний банк України. Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу. Затверджено рішенням Ради НБУ №16-рд від 11 вересня 2024 року. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd
18. Національний банк України. Грошово-кредитна статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>
19. Дзюблук О. В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку. *Вісник Національного банку України*. 2003. №1. С. 32-37.
20. Міністерство фінансів України. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 30.04.2025. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>

References

1. Christ, C. F. (1979). On Fiscal and Monetary Policies and the Government Budget Restraint. *The American Economic Review*, no. 69(4), pp. 526-538.

2. Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 5-17.
3. Leeper, E. M. (1991). Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-147.
4. Sims, C. A. (1994). A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy. *Economic Theory*, 4, 381-399.
5. Woodford, M. (2001). Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33, 669-728.
6. Cochrane, J. H. (2001). Long Term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level. *Econometrica*, 69, 69-116.
7. Drazen, A. (1984). Tight Money and Inflation. Further Results. *Journal of Monetary Economics*, 15, 113-120.
8. Tabellini, G. (1986). Money, Debt and Deficits in a Dynamic Game. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 10, 427-442.
9. Bovenberg, L., Aarle, B. & Raith, M. (1995). Monetary and Fiscal Policy Interaction and Government Debt Stabilization. *Journal of Economics*, 62(2), 111-140.
10. Beetsma, R. & Bovenberg, L. (1999). Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation? *Journal of Public Economics*, 74, 299- 325.
11. Andersen, T. & Schneider, F. (1986). Coordination of Fiscal and Monetary Policy under Different Institutional Arrangements. *European Journal of Political Economy*, 2(2), 169-191.
12. Dixit, A. & Lambertini, L. (2003). Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies. *American Economic Review*, 93, 1522-1542.
13. Schmitt-Grohe, S. & Uribe, M. (2006, April). Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model. *European Central Bank Working Paper Series*, 612.
14. Portes, J. & Wren-Lewis, S. (2014, July). Issues in the Design of Fiscal Policy Rules. *CFM discussion paper series*, 12.
15. Leeper, E. & Leith, C. (2016, January). Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, w21867.
16. Friedman, M. (2002). *Capitalism and Freedom*: Fortieth Anniversary Edition. University of Chicago Press.
17. National Bank of Ukraine. (2024). *Basic principles of monetary policy for the medium term*. Approved by the decision of the NBU Council, No. 16-rd dated September 11, 2024. Retrieved from: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_11092024_16-rd [in Ukrainian].
18. National Bank of Ukraine. (2025). *Monetary and Credit Statistics*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>
19. Dziubliuk, O. V. (2003). Optimization of the transmission mechanism of the central bank's monetary policy. *Bulletin of the National Bank of Ukraine*, 1, 32-37. Retrieved from: <https://journal.bank.gov.ua/archive/2003/1.pdf> [in Ukrainian].
20. Ministry of Finance of Ukraine. (2025). *State debt and State guaranteed debt of Ukraine on 30.04.2025*. Retrieved from: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>