

Олександр Дзюблюк

доктор економічних наук, професор,

Західноукраїнський національний університет, Тернопіль, Україна

o.dziubliuk@wunni.edu.ua

ORCID ID: 0000-0002-4967-823X

ПРОБЛЕМИ ВЗАЄМОДІЇ МОНЕТАРНОЇ І ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

Вступ. Ринкова економіка являє собою таку економічну систему, функціонування якої засновується на принципах вільного підприємництва, конкуренції, розмаїття форм власності на засоби виробництва, свободи ціноутворення та договірних стосунків між господарюючими суб'єктами. Ринок виступає потужним стимулюючим механізмом розвитку економіки, позаяк забезпечує зв'язок між виробництвом і споживанням та неперервність процесу відтворення, а ринкова економіка, таким чином, є найбільш ефективним способом організації виробництва. Разом з тим, ринкова економіка не може функціонувати без участі держави, а сама необхідність державного втручання в економічні процеси обумовлена такими основними об'єктивними причинами, як: потреба у правовому забезпеченні підприємницької діяльності, організація грошового обігу в країні, виробництво суспільних благ, необхідність антимонопольного регулювання економіки, мінімізація впливу зовнішніх ефектів та цілий ряд інших важливих аспектів, що визначають неможливість функціонування сучасної економіки без втручання державних інституцій у господарські процеси.

На практиці особливості даного втручання визначаються державною економічною політикою, яка являє собою сукупність здійснюваних державою заходів щодо надання бажаної спрямованості перебігу економічних процесів з метою стабілізації і пристосування господарської системи країни до умов, що змінюються. І хоча розмаїття таких заходів охоплює досить широкий спектр впливу держави на економічні процеси на макро- і мікрорівні,

та все ж головними інструментами даного впливу є монетарна і фінансова політика держави. Саме монетарна і фінансова політика в умовах розгортання фінансово-економічних криз різних масштабів, причин і походження завжди виступали чи не найбільш важливими інструментами впливу на реальний сектор економіки через грошову і бюджетну сферу, а відтак слугували по суті фундаментом усієї антикризової архітектури у рамках відповідної державної економічної політики. При цьому незаперечним є сам факт істотного зростання важливості монетарної і фінансової політики як головних важелів 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, розпочата проти нашої країни, котра не могла не мати всеосяжного впливу 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. Самі ж воєнні дії як фундаментальний фактор форс-мажорного впливу спричинили глибоку економічну кризу неринкового характеру, позначаючись практично на всіх економічних і соціальних сферах життя суспільства, коли в умовах постійних атак ворога за всіма напрямками значна частина території країни була окупована, багато ключових підприємств, бізнесів та критичної інфраструктури пошкоджені або повністю знищені, а мільйони людей були змушені переїхати у більш безпечні регіони країни або виїхати за кордон. За таких безпрецедентно складних економічних умов ефективна координація процесу реалізації монетарної і фінансової політики держави як ключових важелів, спроможних забезпечити макрофінансову стабільність, безперебійну роботу банківського сектора і нормальну реалізацію державою своїх функцій через бюджетний механізм, виступає основою економічного виживання країни нарівні із власне фізичним виживанням завдяки героїчним надлюдським зусиллям наших Сил Оборони. Дані обставини визначають актуальність

дослідження проблем ефективної взаємодії і координації монетарної і фінансової політики в Україні в умовах воєнного стану, коли як ніколи важливою є злагоджена робота ключових державних інституцій у процесі застосування грошово-кредитних і податково-бюджетних важелів впливу на перебіг економічних процесів і життя суспільства.

Методологія дослідження проблем взаємодії монетарної і фінансової політики ґрунтується на використанні повного спектра загальнонаукових та емпіричних методів, до числа яких належать аналіз, синтез, індукція, дедукція, абстрагування, конкретизація, порівняння, зведення та групування.

Наукові роботи, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор, свідчать про достатньо серйозну увагу, що приділяється провідними науковцями аналізу механізму реалізації монетарної і фінансової політики. Даній проблематиці присвячено, зокрема, наукові праці таких авторів як Б. Данилишин [4], О. Десятнюк [5], Т. Єфименко [6], А. Крисоватий [7], В. Міщенко [9], П. Нікіфоров [15], Д. Полозенко [12], Д. Серебрянський [14], Є. Ткач [15], В. Циганов [16] та інші.

Разом із тим, відповідні роботи більшою мірою зосереджують увагу на тих періодах реалізації фінансового або монетарного регулювання, які стосуються процесів ринкового реформування економіки України або умов розгортання кризових явищ економічного характеру. Однак рівень розвитку економіки у періоди попередніх криз докорінно відрізняється від поточного, а масштаби впливу воєнних дій на господарські процеси сьогодні не піддаються порівнянню і достеменній оцінці, а відтак невисвітленими залишаються головні проблеми та тенденції щодо організації ефективної взаємодії і координації зусиль у процесі монетарного і фінансового регулювання за умов воєнного стану.

Тому ціллю даного дослідження є з'ясування основних механізмів, тенденцій та закономірностей реалізації монетарної та фінансової політики держави через призму взаємодії і координації ключових важелів відповідного впливу держави на перебіг економічних процесів, а також проблем, що супроводжують

державну регулятивну політику у монетарній та фінансовій сфері в умовах воєнного стану, що визначає деформацію усієї парадигми ринкових відносин з усіма негативними проявами руйнівних наслідків для процесу розширеного відтворення не лише внаслідок воєнних дій, але і адміністративного втручання держави в господарські процеси.

Результати і дискусія. 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. У цьому процесі держава регулює сукупний попит і реальний національний дохід за допомогою величини грошової маси, обсягів кредитування, державних витрат, трансфертних виплат і оподаткування. При цьому на інституційному рівні ключова відмінність між фінансовою і монетарною політикою полягає в тому, хто проводить цю політику – уряди проводять фінансову політику, а центральні банки – монетарну, а також в інструментах, які вони використовують для досягнення відповідних економічних цілей. Центральний банк проводить монетарну політику, що являє собою комплекс взаємозв'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового обігу, процентних ставок і валютного курсу. А уряд проводить фінансову політику як сукупність фінансових заходів держави щодо формування величини і структури державних витрат та трансфертних виплат з бюджету, а також формування доходів держави через систему оподаткування та інших обов'язкових платежів.

Потрібно відзначити, що взаємозв'язок між фінансовою та монетарною політикою з теоретичної точки зору був вперше розглянутий ще Дж. М. Кейнсом у IS-LM-моделі для закритої економіки, що описує взаємодію між ринком товарів та грошовим ринком, де крива IS показує рівновагу на товарному ринку, а крива LM – відповідно рівновагу на грошовому ринку. Модель допомагає знайти співвідношення між ключовою ставкою та

рівнем виробництва в економіці, а кінцевий ефект як фіскальних, так і монетарних заходів залежить від показників економіки, які відображаються еластичністю кривих IS і LM, а відтак еластичність процентної ставки і визначає ступінь впливу відповідної політики [2]. Разом із тим, модель IS-LM не охоплює безпосередньо питання інфляції та державного боргу, які згодом розглядалися в рамках аналізу кореляції монетарної та фіскальної політики. Тому пізніше Т. Андерсен і Ф. Шнайдер зуміли пояснити вплив фіскальної і монетарної політики на сукупний попит, вирішивши традиційну проблему компромісу між обсягом виробництва та рівнем інфляції. На думку цих авторів, незалежність монетарної та фіскальної політики одна від одної не сприяє суспільному благу, а відсутність грошово-кредитних стимулів не дозволяє досягти оптимального обсягу виробництва при мінімальній інфляції [1].

Утім, орієнтовно до середини 1980-х рр. фіскальна та монетарна політика розглядалися здебільшого окремо, позаяк вважалося, що державі достатньо впливати на економіку за допомогою податків і бюджетних витрат, а уряд може застосовувати з цією метою механізм державного боргу для стабілізації циклічних коливань. Що ж до монетарної політики, то вона може, у свою чергу, керувати грошовою базою або ставкою процента і у такий спосіб визначати рівень інфляції. При цьому найвпливовіші економічні школи відстоювали пріоритетність використання або фіскальної (кейнсіанство) або монетарної політики (монетаризм). І хоча кожна із них має свої сильні та слабкі сторони, та все ж практика останніх десятиліть та напрацьований досвід багатьох країн у подоланні різних фінансово-економічних криз показує різну ефективність впливу інструментів монетарної і фіскальної політики на економічні процеси залежно від особливостей розвитку економіки та обставин виникнення і природи самих кризових явищ. Тому у 1980-х рр. набув поступового розвитку новий напрямок макроекономічного аналізу, який вже більш ґрунтовно розглядає взаємодію фіскальної та монетарної політики.

Вперше ідею про необхідність всебічного розгляду взаємодії фіскальної та монетарної політики висунули Томас Сарджент і Нейл

Уоллес, які у своїй роботі показали, що навіть якщо центральний банк є інституційно незалежним від уряду, він не може проводити незалежну монетарну політику, наприклад шляхом скорочення грошової маси і підвищення процентних ставок, з метою підтримки низької інфляції у разі, якщо уряд не вирішує проблеми, пов'язані з бюджетним дефіцитом та державним боргом [3]. Адже якщо центральний банк скорочує темпи зростання грошової маси і підвищує процентні ставки, то це призводить до того, що так званий сеньйораж чи інфляційний податок – дохід, який уряд отримує від неявного оподаткування номінальних величин за інфляційною ставкою, знижується, а це означає, що в уряду виникає потреба при незмінних державних витратах і податках збільшувати боргове фінансування, внаслідок чого державний борг зростатиме. У свою чергу, зростання державного боргу може змусити центральний банк відмовитися від політики жорсткого регулювання грошової маси та збільшити сеньйораж, що, як наслідок, призведе до зростання інфляції. Таким чином, в умовах незбалансованості монетарної і фіскальної сфери низька інфляція сьогодні може бути досягнута лише ціною набагато вищої інфляції у майбутньому.

Звісно ж, що досягнення низького рівня інфляції та іще більше скорочення видатків бюджету за умов обмеженості внутрішніх ресурсів в економіці і падіння реального рівня доходів населення призведе до обмеження економічного зростання, і може бути досягнуто ціною останнього, що власне і визначає, наскільки важливим є досягнення узгодженості монетарної та фіскальної політики та їх націленості на досягнення стійких темпів економічного зростання в середньостроковій перспективі. При цьому головним напрямом оцінки такого взаємозв'язку двох напрямів державного регулювання слід вважати аналіз механізму взаємодії фіскальної політики з каналами монетарної трансмісії, що характеризує як дію окремих інструментів двох напрямів політики, так і їх практичні результати для економічного розвитку в залежності від обраних стратегічних пріоритетів регулювання, що визначає рестрикційний чи експансійний характер впливу держави на економіку (табл. 1).

Таблиця 1

Механізм реалізації фіскальної та монетарної політики

Фіскальна політика	Монетарна політика
Інструменти політики	
Зміна ставок оподаткування Зміна пільг при оподаткуванні Державні трансферти і закупівлі	Операції на відкритому ринку Зміна облікової ставки Зміна норми резервування
Регулятивний механізм	
Фіскальна політика зводиться до економічного регулювання через механізми оподаткування та інших вилучень до централізованих фондів фінансових ресурсів, а також фінансування витрат держави, пов'язаних з виконанням нею своїх суспільних функцій.	Монетарна політика зводиться до економічного регулювання через механізми зміни пропозиції грошей (грошової маси) та їх ціни (процентні ставки) на грошовому ринку, а також валютного курсу, що позначається на рівні цін, зайнятості і динаміці економічного розвитку.
Дія інструментів	
Інструменти фіскальної політики забезпечують можливість безпосередньо впливати як на сукупний попит, так і на сукупну пропозицію, дозволяючи тим самим досягати стратегічних цілей політики держави щодо макроекономічної стабільності і суспільного добробуту.	Інструменти монетарної політики через цілеспрямоване стиснення чи розширення грошової маси, банківського кредиту, попиту та пропозиції позичкового капіталу дозволяють впливати на грошову масу та відсоткові ставки, а вони, у свою чергу, на споживчий та інвестиційний попит.
Політика обмеження	
Якщо уряд підвищує рівень фіскальних вилучень із загального обсягу доходів економічних агентів, то це зменшує їхні фінансові можливості і послаблює стимули до нарощування інвестицій, розширення виробництва, що пригнічує сукупну пропозицію та економічну активність.	Якщо центральний банк обмежує пропозицію грошей, то це зумовлює підвищення процентних ставок, скорочення інвестицій, а також зменшення платоспроможного попиту на ринках, що пригнічує економічну кон'юнктуру, але сприяє зниженню цін і обмеженню інфляційних процесів.
Політика стимулювання	
Якщо уряд нарощує обсяги витрат 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.	Якщо центральний банк збільшує пропозицію грошей, то це зумовлює зниження проценту та зростання інвестицій, а також зростання платоспроможного попиту на ринках, що в результаті поживляє кон'юнктуру ринків і посилює стимули до розширення виробництва, але може прискорити інфляцію.
Протиріччя	
Якщо з метою стимулювання економічного росту уряд підтримує високий рівень державного споживання тривалий час, то виробники не встигають відреагувати збільшенням товарної пропозиції, що провокує зростання цін, тобто інфляцію, а це, в свою чергу, вступає в протиріччя із завданням центрального банку щодо забезпечення цінової стабільності.	Якщо підтримання цінової стабільності супроводжується обмеженням грошової маси, підвищенням процентних ставок і скороченням обсягів кредитних вкладень в економіку, то це вступає в протиріччя із завданнями уряду щодо стимулювання економічного росту, поживлення ринкової кон'юнктури, збільшення сукупного попиту і рівня зайнятості.

Так, коли економіка стикається з уповільненням або рецесією, уряди можуть проводити експансійну фінансову політику для стимулювання зростання. Цей підхід передбачає збільшення витрат на державні проекти та послуги, такі як розвиток інфраструктури, освіта й охорона 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. З іншого боку, коли економіка переживає високу інфляцію або перегрів, уряди можуть обрати рестрикційну фінансову 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.

Що ж до монетарної політики, то її експансійна реалізація передбачає збільшення пропозиції грошей, зниження процентних ставок, розширення масштабів кредитних операцій банків з метою стимулювання сукупного попиту на ринку та пожвавлення економічної кон'юнктури, збільшення робочих місць та стимулювання бізнесової активності. Рестрикційна монетарна політика, навпаки, 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, з урахуванням того, що як монетарна, так і фінансова політика можуть мати два типи спрямування – експансійний або рестрикційний, то у рамках макроекономічного

регулювання можливі наступні чотири комбінації фінансової та монетарної політики:

По-перше, експансійна фінансова та експансійна монетарна політика, що визначає спрямування державного регулятивного механізму на одночасне стимулювання рівня інвестицій та рівня споживання, що має призвести до прискореного зростання рівня ВВП, однак при цьому зростає ризик підвищення темпів інфляції в країні. Водночас низький рівень ринкової норми процента визначає незначну початкову вартість обслуговування державного боргу, що може призводити до його швидкого нарощення.

По-друге, експансійна фінансова та рестрикційна монетарна політика, що передбачає уже такий сценарій державного регулювання, за якого стимулювання рівня сукупного попиту превалює над стимулюванням інвестування і виробництва, що може поставити під загрозу цінову стабільність, посилюючи ефект інфляції попиту на ринку. Це призводить до зростання ВВП за досить суттєвого рівня інфляції. З іншого боку, високі процентні ставки на ринку та значні обсяги дефіциту державного бюджету означатимуть неефективні державні витрати, пов'язані із обслуговуванням державного боргу, включаючи і іноземним кредиторам.

По-третє, рестрикційна фінансова та експансійна монетарна політика, що означає такий стан економіки, за якого стратегія держави спрямована передусім на економічний ріст через стимулювання інвестицій та виробництва, що дає змогу забезпечити приріст ВВП без значного нарощення темпів інфляції. При цьому вартість обслуговування державного боргу може залишатися на низькому рівні за рахунок політики уряду зі зменшення дефіциту та невисокого рівня процентних ставок, що, в свою чергу, має відповідати завданню оптимізації розподілення доходів державного сектору.

По-четверте, рестрикційна фінансова та рестрикційна монетарна політика, що вказує на передусім антиінфляційне спрямування державної економічної політики з недопущенням перегріву економіки і кризи перевиробництва, що має сприяти

повільному зростанню ВВП або його стабілізації за невисоких темпів інфляції. При цьому фіскальна рестрикція сама по собі супроводжується стримуванням зростання державного боргу оскільки державні витрати як і дефіцит державного бюджету контролюється та обмежується.

Слід наголосити, що можливість цих чотирьох комбінацій напрямів політики впливає із правила розподілу ролей, відповідно до якого кожен вид політики має бути використаний для досягнення різних цілей. Дані чотири комбінації фіскальної та монетарної політики дозволяють досягти будь-якого необхідного поєднання сукупного попиту та цінової динаміки, позаяк конкретний вибір тої чи іншої комбінації визначається станом внутрішньої та зовнішньої рівноваги національної економіки. З іншого боку, як монетарна так і фіскальна політика мають у своєму розпорядженні достатньо широкий спектр інструментів, які залежно від стратегічних цілей держави можуть спрямовуватися на експансію, рестрикцію, або на певні структурні зміни у фінансовому або реальному секторі економіки. При цьому потрібно пам'ятати, що застосування тих чи інших комбінацій монетарної та фіскальної політики здатні призвести до різноманітних, а почасти і навіть негативних результатів, зокрема як до дестабілізації макроекономічного середовища і грошового обігу, так і до дестимулювання інвестиційної і бізнесової активності.

Тому, попри інституційну і законодавчо закріплену незалежність центрального банку і уряду у процесі реалізації монетарної і фіскальної політики, виникає об'єктивна необхідність реалізації ефективної взаємодії і координації двох цих напрямів регулювання задля забезпечення синергетичного ефекту та досягнення стратегічних цілей державної економічної політики загалом. Дана необхідність набуває особливої актуальності в умовах воєнного стану, коли в період реагування економічної політики на безпрецедентні виклики, загострення проблем бюджетного дефіциту і державного боргу не лише власне фіскальна, а й монетарна політика як інструменти макроекономічного регулювання активно впливають на формування і витрачання фондів державних

фінансових ресурсів, макрофінансову стабільність і можливості відновлення прийнятного економічного зростання за помірних темпів інфляційної динаміки, що власне і визначає першочергову потребу розробки і реалізації дієздатної фінансової та монетарної політики, здатної стабілізувати становище у національному господарстві.

Потрібно відзначити, що у від початку оголошення воєнного стану проблеми взаємоузгодження монетарної і фінансової політики були пов'язані із певною суперечливістю завдань із регулювання фінансового сектору, конкретним виявом чого стали, зокрема: по-перше, фінансування Національним банком переважної частини бюджетного дефіциту за рахунок емісії, що одразу сформувало величезний девальваційний та інфляційний тиск на національну валюту; по-друге, збереження низького рівня доходності фінансових інструментів, що не могла слугувати компенсатором інфляційного знецінення вкладених у них коштів, а відтак сприяла перетоку грошових ресурсів на споживчий ринок, стимулюючи цінову динаміку, а також у іноземну валюту, посилюючи девальваційний тиск на гривню; по-третє, намагання Національного банку попри емісійний тиск утримувати динаміку обмінного курсу гривні від різкої девальвації на основі посилення валютних обмежень з метою стримати також і інфляційний тиск на ринку. Однак, з іншого боку, різке зниження податкових надходжень до бюджету і перекриття цієї нестачі через емісійний механізм фінансування бюджетного дефіциту означало автоматичне збільшення інфляційного податку з усіх, хто використовує гривню, а також втрату довіри до національної валюти та неможливість утримувати її обмінний курс на незмінному рівні.

Так, дефіцит держбюджету України за 2023 рік сягнув 1,33 трлн грн, що на 418,9 млрд грн більше, ніж 2022 року. Загалом за 2023 рік доходи держбюджету становили 2,67 трлн грн, зокрема загального фонду – 1,66 трлн грн. Із них грантова міжнародна допомога становила 425,4 млрд грн (з яких 400,5 млрд грн надійшло від США). Касові видатки держбюджету за 2023 рік перевищили 4 трлн грн, зокрема загального фонду – 3,03 трлн грн. У 2022 році

держбюджет було виконано з дефіцитом 914,7 млрд грн, зокрема загальний фонд - 909,5 млрд грн. Видатки держбюджету за 2022 рік становили 2,70 трлн грн, зокрема за загальним фондом – 2,41 трлн грн. До загального фонду держбюджету 2022 року надійшло 1,787 трлн грн, з яких грантове фінансування становило 480,6 млрд грн. Видатки державного бюджету у 2023 році зросли на 48,4% порівняно з 2022 роком та становили 61,4% від ВВП. Такий приріст значною мірою пояснюється необхідністю забезпечення зростаючих обсягів урядового фінансування у 2023 році сектору оборони та безпеки (табл. 2).

Справді, 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, що 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. Водночас за період дії воєнного стану Національний банк отримав тимчасову можливість здійснювати купівлю державних облігацій, а відтак з 8 березня до 31 грудня 2022 року НБУ здійснив викуп військових облігацій уряду на суму 400 млрд грн. Як наслідок, монетизація військових ОВДП дала змогу підтримати обороноздатність країни, забезпечити безперебійне функціонування критичної інфраструктури та системи державних фінансів загалом [13].

Таблиця 2

Виконання державного бюджету України, млн грн [11]

	Доходи		Видатки		Кредитування		Дефіцит бюджету	
	сума	% ВВП	сума	% ВВП	сума	% ВВП	сума	% ВВП
2008	231686,3	24.44	241454,5	25.47	2732,5	0.29	-12500,7	-1.32
2009	209700,3	22.96	242437,2	26.54	2780,3	0.30	-35517,2	-3.89
2010	240615,2	22.23	303588,7	28.04	1292,0	0.12	-64265,5	-5.94
2011	314616,9	23.90	333459,5	25.33	4715,0	0.36	-23557,6	-1.79
2012	346054,0	24.56	395681,5	28.08	3817,7	0.27	-53445,2	-3.79
2013	339180,3	23.31	403403,2	27.73	484,7	0.03	-64707,6	-4.45
2014	357084,2	22.79	430217,8	27.46	4919,3	0.31	-78052,8	-4.98
2015	534694,8	27.01	576911,4	29.14	2950,9	0.15	-45167,5	-2.28%
2016	616274,8	25.86	684743,4	28.73	1661,6	0.07	-70130,2	-2.94
2017	793265,0	26.59	839243,7	28.13	1870,9	0.06	-47849,6	-1.60
2018	928108,3	26.08	985842,0	27.70	1514,3	0.04	-59247,9	-1.66
2019	998278,9	25.12	1072891,5	26.99	3437,0	0.09	-78049,5	-1.96
2020	1076016,7	25.66	1288016,7	30.71	5096,1	0.12	-217096,1	-5.18
2021	1296852,9	23.75	1490258,9	27.30	4531,4	0.08	-197937,4	-3.63
2022	1787395,6	34.43	2705423,3	52.12	-3326,0	-0.06	-914701,7	-17.62
2023	2671998,0	40.87	4014418,1	61.40	-9309,5	-0.14	-1333110,7	-20.39

Разом із тим, офіційна позиція, яку зайняв Національний банк щодо монетизації дефіциту державного бюджету і потенційних ризиків такої монетарної політики, полягала у тому, щоб обмежуватись фінансуванням лише критичних видатків бюджету, а не пряме фінансування дефіциту бюджету з боку НБУ, яке було уже проведено, стерилізувати валютними інтервенціями та зв'язати депозитними сертифікатами. А відтак Національний банк разом із Міністерством фінансів зобов'язались докладати зусиль, щоб залучити міжнародну фінансову допомогу, та працювали над активізацією первинного ринку ОВДП, що було підтверджено відповідним меморандумом з МВФ. Тому в рамках такої політики після початкового утримання облікової ставки на незмінному рівні Національний банк повернувся до активної процентної політики на початку червня 2022 року, підвищивши облікову ставку одразу до

з 10 до 25% річних. Цей крок НБУ розглядав як досить різкий, але необхідний, щоб збільшити привабливість гривневих активів, зменшити тиск на валютному ринку та на міжнародні резерви, однак саме такий вибір стратегії монетарної політики, мав у кінцевому підсумку вкрай негативні наслідки для динаміки економічного розвитку.

Річ у тім, що проведення Національним банком рестрикційної монетарної політики, заснованої на підвищенні облікової ставки та встановленні, як наслідок, 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 – 17,4% та 5,4% відповідно. У той же час, кошти банків, інвестовані у депозитні сертифікати НБУ (21,1%), розміщені на рахунках в НБУ та інших банках (21%), а також вкладені у державні цінні папери (24%), сумарно становлять на сьогодні аж 66,1%, тобто дві третіх загального портфеля активів банківського сектора, що може свідчити про зведення нанівець фундаментальної функції банків щодо організації кредитних відносин через фінансове посередництво і трансформування заощаджень у інвестиції (рис. 1).

Отже Національний банк України по суті нівелював функції банківського сектора як фінансового посередника. Адже залучаючи кошти у суб'єктів ринку, банківська система не видає кредити тим підприємствам чи галузям економіки, які їх потребують, а розміщує відповідні ресурси на депозитних сертифікатах, тим самим накопичуючи значні суми надлишкової ліквідності. Як наслідок, на сьогодні комерційні банки зберігають на кореспондентських

рахунках та в депозитних сертифікатах НБУ майже пів трільйона гривень. При цьому внаслідок неадекватно високих процентних ставок і воєнних ризиків рівень банківського кредитування економіки почав прогресивно скорочуватися і навіть масштабні державні програми підтримки кредитування (програма 5-7-9) не змогли спинити подальшого спаду обсягів кредитних вкладень в економіку, які за 2023 рік знизились із 20% до 15% ВВП. При цьому слід розуміти, що навіть попри низку рішень правління НБУ щодо поступового зниження облікової ставки до нинішніх 13,5% річних, її величина втричі перевищує офіційно заявлений розмір річної інфляції, формуючи стимули до спрямування грошових коштів із реальної економіки у фінансовий сектор, а не навпаки.

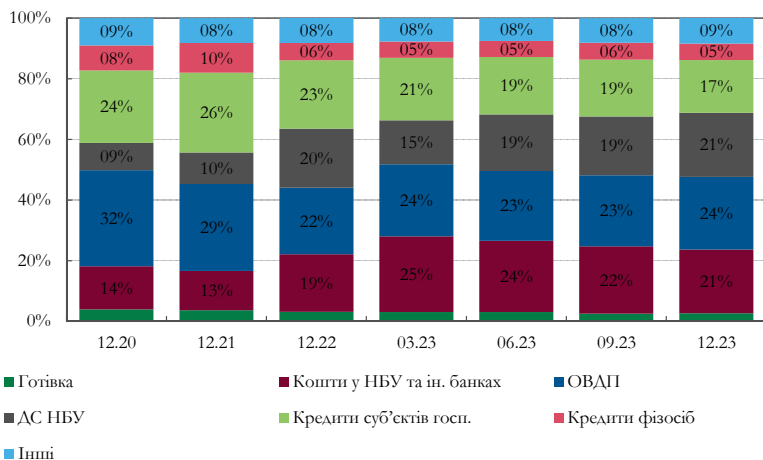


Рис. 1. Структура чистих активів комерційних банків України за складовими [10].

Крім того, така монетарна політика НБУ суперечить уже завданням фіскальної політики уряду щодо акумуляції бюджетних ресурсів і їх оптимального витрачання, адже внаслідок високих процентних ставок зростають процентні виплати з бюджету за державними борговими зобов'язаннями, що лише додатково обтяжує і без того зростаючий за останній період обсяг державного боргу, який сягнув уже 5 612,55 млрд грн (рис. 2). При цьому у

2023 р. у загальній сумі видатків Державного бюджету України величина витрат на обслуговування боргу та виплати за державними деривативами становила 247,6 млрд грн, що на 89,8 млрд грн, або на 56,9% більше ніж у 2022 році. Це стало прямим наслідком нераціональної процентної політики НБУ, адже на сьогодні основним джерелом отримання фінансових ресурсів, необхідних для фінансування державного бюджету, є державні внутрішні та зовнішні запозичення, яких за 2023 рік здійснено на суму 1 704,2 млрд грн, при чому сума внутрішніх запозичень до державного бюджету становила 552,6 млрд грн. У 2024 р. витрати на обслуговування державного боргу прогнозуються понад 400 млрд грн, тобто зростуть іще більше.

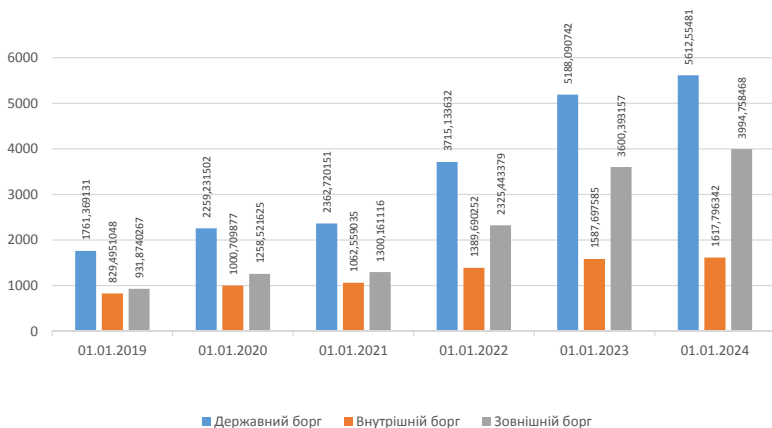


Рис. 2. Державний та гарантований державою борг України за останні 5 років (млрд грн) [8].

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. І тут слід наголосити, що проблеми взаємодії монетарної і фіскальної політики в Україні пов'язані із тим, що 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. При цьому тільки за 2023 рік за портфелем державних облігацій Національний банк отримав від уряду таких платежів на суму понад 120 млрд грн. І хоча за законом прибуток від операційної діяльності НБУ має перераховуватися до державного бюджету, однак якщо у 2022 р. регулятором було перераховано до бюджету власного прибутку в розмірі 71,87 млрд грн, то у 2023 р. ця сума знизилась мало не вдвічі – до 38,64 млрд грн.

Така парадоксальність нинішньої ситуації пов'язана із тим, що зменшення сум цього прибутку якраз і є результатом надвисоких процентних ставок, котрі Національний банк сплачує власникам випущених ним же депозитних сертифікатів, тобто комерційним банкам, котрі, як наслідок, у 2023 році отримали 86,5 млрд грн чистого прибутку, що майже вчетверо вище показника за 2022 рік та на 12% вище за результати 2021 року, до повномасштабного вторгнення! При цьому рентабельність капіталу банківського сектора на 1 січня 2024 року становила 31,6%, тоді як рік тому цей показник становив лише 9,7%. Таким чином, маємо замкнене коло перетікання державних бюджетних ресурсів через Національний банк до комерційних банків, що їх в подальшому утримують на рахунках в тому ж НБУ без надходження через кредити на потреби розвитку економіки у реальний сектор і спричиняючи величезні втрати для державного бюджету, котрі мають подвійний характер – з одного боку, сплата величезних коштів за обслуговування державного боргу, а з іншого, недоотримання надходжень до бюджету внаслідок скорочення прибутку НБУ, котрий перетікає до комерційних банків, дозволяючи отримувати їм надприбутки за рахунок держави.

Неприйнятність такої ситуації визначається за нинішніх умов 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 цілком очевидно, що процентні ставки за депозитними сертифікатами, як і вся політика облікової ставки НБУ, потребують суттєвого перегляду у бік зниження. Адже надвисокі процентні ставки перешкоджають вкладенню банківських ресурсів у підприємства реального сектора та стимулюють комерційні банки

до розміщення коштів у низькоризикові активи, які є альтернативою до кредитування виробництва, одночасно спричиняючи і надмірні втрати державного бюджету через обслуговування боргу і недоотримання перерахувань прибутку НБУ.

Висновки. Таким чином, основними стратегічними цілями державної економічної політики є 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 фіскальної і монетарної політики, яка буде спрямовуватись на забезпечення досягнення стратегічних цілей економічного розвитку та створення належних передумов для ефективного функціонування ринку і повоєнного відновлення країни.

Однак в нинішніх умовах воєнного стану необхідність ефективної взаємодії фіскальної та монетарної політики відчувається з особливою гостротою з огляду на безпосередній вплив монетарних інструментів щодо управління ринковою нормою процента на фіскальні можливості уряду із акумулювання необхідних надходжень до бюджету через механізм державного боргу, а також формування витратної частини бюджетних ресурсів на його подальше обслуговування. Очевидно, що відмова від емісійних механізмів покриття бюджетних витрат є ключовою умовою забезпечення стимулювання сталого економічного зростання у комплексі із заходами антиінфляційного спрямування. З іншого боку, це визначає об'єктивну потребу активізації ринкових запозичень задля акумуляції необхідних ресурсів до державного бюджету, здійснення заходів щодо фіскальної консолідації та проведення структурних реформ. Важливо при цьому, щоб реалізація жорсткої та незалежної монетарної політики центральним банком не суперечило цілям фіскальної політики держави щодо наповнення бюджету та не зумовлювало роботу грошових ресурсів винятково у замкнутих межах фінансового сектора.

Література

1. Andersen T. M., Schneider F. Coordination of fiscal and monetary policy under different institutional arrangements. *European Journal of Political Economy*. 1986. 2(2). pp.169-191.
2. Keynes J. M. The General Theory of Employment, Interest, and Money. Palgrave Macmillan. 2018. 403 p.
3. Sargent T. J., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. Fall. 1981. pp. 5-17.
4. Данилишин Б. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. №2. С. 9-25.
5. Десятнюк О., Марченко Л. Науково-методичні детермінанти податкової політики в умовах трансформації національної економіки. *Світ фінансів*. 2021. №4. С. 8-19.
6. Єфименко Т. Розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України. *Економіка України*. 2017. №12. С. 13-33.
7. Крисоватий А. Воєнні реалії фіскального простору публічних фінансів України. *Світ фінансів*. 2023. №1. С. 8-30.
8. Міністерство фінансів України. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 31.03.2024. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
9. Міщенко В. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності. *Фінанси України*. 2015. №1. С. 29-46.
10. Національний банк України. Огляд банківського сектору, лютий 2024 року. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-lyutiy-2024-roku>
11. Національний банк України. Статистика. Макроекономічні показники. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
12. Полозенко Д. Монетарна і фіскальна політика в умовах бюджетного дефіциту України. *Економіка АПК*. №2. С. 36-42.

13. Річний звіт Національного банку України за 2022 рік. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2022-rik>
14. Серебрянський Д., Капелюш А. Взаємодія фіскальної та монетарної політики в умовах фінансової стабілізації економіки України. *Вісник НБУ*. 2015. №6. С. 22-28.
15. Ткач Є., Нікіфоров П. Фіскальна і монетарна політика: макроекономічний аналіз та інституційне середовище: навч. посіб. Чернівці : Чернівец. нац. ун-т. ім. Ю. Федьковича. 2022. 240 с.
16. Циганов С., Табакова Т. Фіскальна і монетарна політика – складові забезпечення макрофінансової стабільності національної економіки. *Вісник НБУ*. 2014. №5. С. 34-38.