

Міністерство освіти і науки України  
Національний університет «Києво-Могилянська академія»  
Факультет економічних наук  
Кафедра економічної теорії

**Кваліфікаційна робота**  
освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«УЗГОДЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИК  
УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ»**

Виконала: студентка 4-го року навчання,  
Спеціальність: 051 «Економіка»

Солоненко Ольга Олександрівна

Керівник: Бажал Юрій Миколайович  
доктор економічних наук

Рецензент \_\_\_\_\_  
(прізвище та ініціали)

Кваліфікаційна робота захищена  
з оцінкою \_\_\_\_\_

Секретар ЕК \_\_\_\_\_

« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2025 р.

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП.....</b>	<b>3</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ Й ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИК ТА ЇХ ВЗАЄМОДІЯ.....</b>	<b>9</b>
1.1. Економічна сутність та шляхи реалізації монетарної й фінансової політик в Україні.....	9
1.1.1. Монетарна політика: сутність та інструменти .....	9
1.1.2. Фінансова політика: функції, інструменти та механізми .....	13
1.2. Основні теоретичні підходи до взаємодії монетарної та фінансової політик .....	15
Висновки до Розділу 1 .....	23
<b>РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ.....</b>	<b>24</b>
2.1. Аналіз основних макроекономічних показників України під час воєнного стану .....	24
2.2. Аналіз антикризових заходів монетарних та фінансових регуляторів в Україні під час воєнного стану.....	28
2.3. Моделювання основних каналів взаємодії монетарної та фінансової політик .....	34
2.3.1. Побудова теоретичної моделі взаємодії монетарної та фінансової політик .....	34
2.3.2. Аналіз взаємодії монетарної та фінансової політик за допомогою VAR-моделі: оцінка за 2014–2024 роки .....	37
2.3.3. Імпульсні шоки в двозмінних VAR-моделях під час воєнного стану .....	43
2.4. Основні проблеми взаємодії суб'єктів монетарної та фінансової політики в Україні під час воєнного стану.....	46
Висновки до Розділу 2 .....	50
<b>РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ УЗГОДЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ.....</b>	<b>51</b>
3.1. Міжнародний досвід координації монетарної та фінансової політик в умовах війни: приклади США, Німеччини, Хорватії та Греції .....	51
3.2. Рекомендації щодо покращення координації між монетарною та фінансовою політиками під час війни та у повоєнний період в Україні .....	55
Висновки до Розділу 3 .....	63
<b>ВИСНОВКИ.....</b>	<b>64</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>	<b>67</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>74</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Початок повномасштабної війни в Україні у 2022 році спричинив масштабні та унікальні виклики для української економіки. До основних макроекономічних наслідків воєнних шоків, з якими стикнулася Україна, належать: стрімке скорочення валового внутрішнього продукту, рекордне збільшення бюджетного дефіциту та державного боргу, значне зниження міжнародних резервів, прискорення інфляційних процесів та зростання рівня безробіття. Сукупність цих факторів значно посилює потребу перегляду основних підходів макроекономічного регулювання, зокрема координації монетарної та фіскальної політик в умовах економічної нестабільності.

Національний банк та Міністерство Фінансів України продемонстрували швидку реакцію на економічні виклики під час війни, проте у більшості випадків вони не були синхронізованими та узгодженими у своїх діях. Результати таких заходів з боку державних органів могли суперечити та шкодити одне одному, погіршуючи загальний макроекономічний баланс. Більш детально, після 2022 року Уряд проводив політику фіскальної експансії для забезпечення фінансування критичних потреб, тоді як Національний банк реалізовував жорсткі монетарні заходи, спрямовані на стримування інфляції та стабілізацію валютного ринку. Така розбіжність зумовлена високим рівнем невизначеності через поточні воєнні загрози та необхідністю кожного з регуляторів оперативно адаптуватись до нових реалій на ринку. Водночас, у довгостроковій перспективі надзвичайно важливим є формування спільних стратегічних цілей та розробка координаційного механізму, що забезпечуватиме ефективну взаємодію між НБУ та Урядом.

Взаємодія монетарної та фіскальної політик є постійним об'єктом наукових дискусій, оскільки результати такої кооперації мають стратегічне значення для впровадження ефективної економічної політики. Попри відмінності у механізмах та сферах впливу, узгоджене функціонування обох політик має загальнодержавний інтерес. Відомі зарубіжні праці Т. Сарджента, Н. Воллеса, А. Блайндера, Ф. Шнайдера та Т. Андерсена досліджують наслідки монетарного чи фіскального

домінування, ризику виникнення інституційного конфлікту, та найголовніше - потребу в координації цілей та інструментів обох політик. Незважаючи на ідеологічні розбіжності, Дж. Кейнс та М. Фрідман наголошували на важливості обох політик для забезпечення довгострокової економічної рівноваги.

Беручи до уваги сучасні виклики, зумовлені початком повномасштабної війни, українські реалії від 2022 року потребують не лише адаптації класичних зарубіжних концепцій введення макроекономічної політики в кризових ситуаціях, але й формування гнучкого та динамічного підходу до координації грошово-кредитної та фіскальної політик. Досліджені вітчизняні науковці, серед яких Н. П. Баріда, В. І. Міщенко, Т. І. Єфименко, І. О. Лютий, Ю. В. Петленко, звертають увагу на недостатню координацію дій основних регуляторів економічної політики в Україні, зокрема через розмежованість в сферах їх впливу. Аналіз нормативно-правових актів, звітів та статистичних матеріалів Національного банку й Міністерства фінансів України, підтверджує швидкозмінність зовнішньо-економічного середовища під час війни та демонструє нагальну потребу в створенні механізму координації головних інституцій у системі антикризового макроекономічного регулювання.

**Об'єктом дослідження** є теоретичні засади та механізм узгодження монетарної та фіскальної політик в Україні в умовах воєнного стану. **Предметом дослідження** є форми, методи та результати узгодження монетарної та фіскальної політик України під час воєнного стану.

**Метою дослідження** є проаналізувати особливості та ефективність взаємодії монетарної та фіскальної політик України в умовах воєнного стану, виявити ключові розбіжності у координації дій НБУ та Уряду, а також обґрунтувати шляхи підвищення узгодженості монетарної та фіскальної політик.

Для досягнення поставленої мети виокремлено такі **основні завдання**:

- розкрити економічну сутність монетарної та фіскальної політик, охарактеризувати їх основні функції та інструменти реалізації в Україні;
- обґрунтувати основні теоретичні засади взаємодії монетарної та фіскальної політик, визначити ключові моделі їх координації;

- проаналізувати динаміку основних макроекономічних показників в Україні після початку повномасштабного вторгнення;
- дослідити антикризові заходи НБУ та Уряду у сфері монетарної та фіскальної політик, а також оцінити рівень їх узгодженості;
- побудувати теоретичну модель взаємодії монетарної та фіскальної політик, виокремлюючи ключові канали та напрямки їх взаємозв'язку;
- розробити векторну авторегресійну модель на період 2014-2024 років для кількісного та графічного аналізу взаємодії монетарної та фіскальної політик;
- провести оцінку імпульсних шоків у двозмінних VAR-моделях для вивчення типів взаємовпливу між економічними змінними після 2022 року;
- визначити основні проблеми координації політик в Україні під час війни;
- проаналізувати міжнародний досвід взаємодії монетарної та фіскальної політик в умовах війни;
- запропонувати шляхи вдосконалення механізмів узгодження дій НБУ та Уряду з метою забезпечення економічної стабільності під час та після війни.

**Методи дослідження.** Для досягнення мети та виконання поставлених у кваліфікаційній роботі завдань було використано ряд загальнонаукових та спеціальних методів дослідження. Зокрема, історичний, логіко-генетичний, семантичний, ретроспективний методи було застосовано для вивчення теоретичних основ монетарної та фіскальної політик, а також для аналізу їх історичної еволюції в Україні. Методи конкретизації та інституційного аналізу використано при адаптації загальноекономічних теорій до українських умов.

З метою дослідження економічного стану України під час війни, використано методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції, а також діалектичний, структурно-функціональний і синергетичний підходи - при детальному вивченні антикризових дій НБУ та Уряду після 2022 року, визначенні головних суперечностей та взаємозалежностей між інструментами політик.

При побудові теоретичної моделі взаємодії політик застосовано метод наукової абстракції, а для кількісного оцінювання взаємозв'язків між ключовими

макроекономічними змінними - метод математичного моделювання, зокрема кореляційно-регресійний аналіз у рамках VAR-моделі. Аналіз придатності моделі здійснено із застосуванням економіко-статистичних методів, зокрема тестів стаціонарності, автокореляції та вибору оптимальної кількості лагів. У процесі моделювання використано також метод періодизації, що дозволив виокремити етапи розвитку взаємодії політик у 2014-2024 роках. Крім того, гіпотетико-дедуктивний метод обрано для формування гіпотези моделі, а логічний аналіз - для узагальнення її результатів.

Для візуалізації результатів застосовано графічний метод, водночас для дослідження зарубіжного досвіду - методи спостереження, порівняння та аналогії. Виокремлення головних рекомендацій для координації політик базувалося на системному та комплексному методах. При формулюванні та обґрунтуванні висновків задіяно методи теоретичного узагальнення та абстрактно-логічного аналізу. Обробка статистичної інформації та побудова моделей здійснювалися за допомогою програмних пакетів Microsoft Excel 365 та EViews Student Version.

Інформаційною базою дослідження є: закони України, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, звіти та методичні матеріали Національного банку України, аналітичні матеріали Національного інституту стратегічних досліджень, статистичні дані Державної служби статистики України, наукові праці українських і зарубіжних вчених з проблематики дослідження.

**Наукова новизна отриманих результатів.** У процесі дослідження розроблено рекомендації щодо формування взаємоузгодженої монетарної та фіскальної політик в період економічної нестабільності, що базуються на теоретико-методологічних засадах взаємозалежності інституцій. Найбільш вагомими науковими результатами дослідження є такі:

- враховано унікальні умови повномасштабної війни при розробці VAR-моделі взаємодії монетарної та фіскальної політик. Така модель дає змогу не тільки визначити реакцію системи на структурні шоки, а й взаємовплив заходів монетарної та фіскальної політики один на одного, а також на реальний сектор економіки;

- визначено коефіцієнти чутливості монетарної та фіскальної політики в Україні до шоків війни, а саме запропоновано інструментарій включення даммі змінної “війна” при розробці VAR-моделі, що дає змогу пом’якшити вплив зовнішніх структурних шоків на результати моделювання;
- оцінено вплив дестабілізуючих монетарних та фіскальних факторів та ступінь їх збалансованості у період воєнного стану у взаємопов’язаних двозмінних VAR-моделей;
- структуровано причини й ризики неузгодженості монетарної та фіскальної політик, що дозволяє виявити небажані комбінації інструментів і передбачити їх можливі негативні наслідки для ринку;
- розроблено рекомендації щодо механізмів узгодження монетарної та фіскальної політик у середньостроковій перспективі, з урахуванням статистичних даних, результатів економетричного моделювання та міжнародного досвіду антикризових заходів.

**Практичне значення отриманих результатів** полягає у тому, що теоретичні положення, методологічні підходи та висновки, запропоновані автором у роботі, створюють основу для підвищення ефективності координації монетарної та фіскальної політик в умовах ринкового дисбалансу. Одержані результати можуть бути використані:

- Національним банком України та Міністерством фінансів України для розробки єдиної середньострокової стратегії взаємодії, яка дозволить уникати протиріч між фіскальними та монетарними заходами, особливо в умовах кризових викликів. Зокрема, це може передбачати створення спільної координаційної концепції, зокрема публікацію щорічного звіту про взаємодію політик з метою забезпечення прозорості та статистичної значущості;
- Кабінетом Міністрів України для ініціювання створення спільного постійно діючого дорадчого органу при Міністерстві фінансів із залученням представників НБУ з метою контролю над досягненням спільних економічних цілей;

- Комітетом Верховної Ради України з питань фінансів, податкової та митної політики для закріплення на законодавчому рівні механізмів формалізованої координації між монетарним і фіскальним секторами шляхом підготовки відповідних нормативно-правових актів;
- Іншими органами державної влади при розробці та удосконаленні державної економічної політики, зокрема у сфері макроекономічної стабільності;
- Науковими установами та університетами для поглиблення досліджень в галузі макроекономічної політики, оцінки ефективності взаємодії між державними інституціями та розробки нових підходів до стратегічного управління економікою.

**Апробація результатів дослідження.** Основні результати, висновки та наукові здобутки було висвітлено на Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих учених «[Актуальні соціально-економічні проблеми в умовах невизначеності](#)» (18 квітня 2025 р., м. Київ : НаУКМА).

**Структура роботи.** Кваліфікаційна робота містить вступ, три розділи, список використаних джерел та додатки. Загальний обсяг роботи становить 77 сторінок. У роботі наявні ілюстративні матеріали, а саме 15 рисунків, 11 таблиць, а також 6 додатків. Список використаних джерел становить 69 найменування.

## РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ МОНЕТАРНОЇ Й ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИК ТА ЇХ ВЗАЄМОДІЯ

### 1.1. Економічна сутність та шляхи реалізації монетарної й фінансової політик в Україні

#### 1.1.1. Монетарна політика: сутність та інструменти

Монетарна політика – це сукупність заходів, які здійснює держава в особі центрального банку, з огляду на потребу регулювання грошової пропозиції та фінансово-кредитного сектора. Вона спрямована на стабілізацію економічного циклу та досягнення повної зайнятості за мінімальної інфляції [2, с. 225; 12, с. 5].

Згідно з економічною теорією, основною метою грошово-кредитної політики є досягнення на національному ринку рівноваги та створення сприятливих умов для сталого економічного розвитку країни [3, с. 245]. Монетарна політика визначається урядом країни, але її заходи проводяться центральним банком [2, с. 225]. Центральний банк є «емісійним центром країни», оскільки наділений монополією на право емісії грошей [51, с. 299].

Серед зарубіжних науковців вагомий внесок у розвиток теорії монетарної політики зробили Дж. Кейнс, М. Фрідман, І. Фішер, К. Вікселль та Н. Манків [28]. Наприклад, Дж. Кейнс наголошував на необхідності державного втручання у грошовий обіг, зокрема контролю центрального банку над грошовою масою для стабілізації внутрішніх цін та підтримки національного виробництва, а не лише для фіксації валютного курсу.

М. Фрідман, засновник монетаризму, підкреслював, що стабільність економіки залежить від контролю над грошовою масою, а її зростання повинно відповідати темпам ВВП, щоб уникнути інфляції. Він стверджував, що інфляція є виключно грошовим феноменом, тому ключовою функцією центрального банку має бути інфляційне таргетування [12, с. 46]. Науковець довів, що скорочення грошової пропозиції було основною причиною економічних спадів, зокрема під час Великої депресії [28, с. 325].

Важливим є рівняння обміну, запропоноване І. Фішером, яке лягло в основу кількісної теорії грошей та відображає взаємозв'язок між грошовою масою та рівнем цін. Він також сформулював ефект Фішера, згідно з яким динаміка номінальної процентної ставки визначається очікуваним рівнем інфляції [28, с. 201-214].

Серед вітчизняних науковців, в роботі досліджено праці В. Д. Базилевича [2], В. М. Попова [18], С. В. Глущенко [12], М. В. Безнощенко [5], О. Я. Базилінської [3], А. В. Сірко [51]. Зокрема, в праці А. В. Сірко виокремлено основні функції монетарних органів, до яких належать: контроль над грошовим обігом, визначення норми обов'язкових резервів для комерційних банках, утримання золотовалютного резерву держави, рефінансування бюджетного дефіциту, організація міжбанківських розрахунків [18, с. 502; 51, с. 299]. На основі цього в роботі визначено, що центральний банк поєднує в собі функції не лише банку, а й органу державного управління.

На основі дослідження С. В. Глущенко, в таблиці 1.1 доведено несумісність окремих цілей монетарної політики, оскільки їх одночасне досягнення є неможливим через суперечності між окремими інструментами на різних рівнях економіки [12, с. 6].

Таблиця 1.1.

### Несумісність цілей центрального банку

Стабільність цін	<b>Стратегічні цілі ЦБ</b> <b>Напрямок політики ЦБ</b> <b>Заходи ЦБ</b> <b>Результати</b>	Збільшення грошової маси
Політика «дорогих» грошей		Політика «дешевих» грошей
Підвищення кредитних ставок		Зниження кредитних ставок
Зниження інфляції, рівня зайнятості, спад економічної активності		Зростання інфляції, рівня зайнятості, зріст економічної активності

Джерело: створено автором на основі [12, с. 6].

Виходячи з даних таблиці 1.1, збалансоване та ефективне виконання центральним банком своїх інструментів забезпечує стабільність кредитної ставки, сприяючи контролю за інфляцією, зростанню реального ВВП та підтримці повної зайнятості. Водночас грошово-кредитна політика має узгоджуватися з іншими

інструментами державного регулювання, оскільки макроекономічні дисбаланси можуть виникати й через прорахунки уряду в податково-бюджетній сфері. Крім того, монетарна політика потребує гнучкості, що зумовлено циклічним характером економічного розвитку [51, с. 303].

До основних інструментів, які використовує центральний банк для регулювання економічного середовища належать операції на відкритому ринку, зміна облікової ставки та встановлення норми обов'язкових резервів (див. Табл.1.2). Операції на відкритому ринку передбачають купівлю або продаж центральним банком цінних паперів, що дозволяє регулювати грошову масу. Політика облікової ставки визначає вартість рефінансування банків, впливаючи на рівень кредитування та загальну економічну активність. Зміна норми обов'язкових резервів використовується для регулювання ліквідності банківської системи, що, у свою чергу, визначає обсяг доступних кредитів на ринку [2, с. 227; 3, с. 247].

Переходячи до засад формування монетарної політики в Україні, відповідно до Статті 6 Закону України «Про Національний банк України», пріоритетною метою грошово-кредитної політики є сприяння стабільному економічному зростанню та підтримка економічної політики Кабінету Міністрів [46]. На офіційному сайті НБУ вказано, що за умов досягнення цінової стабільності, доходи та заощадження громадян захищені від знецінення, що сприяє інвестуванню та створенню нових робочих місць [35].

В роботі досліджено розвиток монетарної системи України, що пройшов кілька ключових етапів. Після здобуття незалежності (1991-1992 рр.) Україна мала обмежені монетарні можливості, залежачи від російських карбованців. У 1992 році введено український карбованець, а у 1993 році запроваджено фіксований валютний курс для боротьби з гіперінфляцією, яка тоді досягла понад 10000%. Важливою віхою стала грошова реформа 1996 року, яка ввела гривню як національну валюту, після чого інфляція не перевищувала 26% на рік і в середньому дорівнювала 14,9% за період 1996-2009 років [5, с. 225].

Протягом 2000-2008 років пріоритетами НБУ були економічне зростання, стабільність валютного курсу та перехід до повної конвертованості гривні. Однак,

через внутрішні суперечності та глобальну фінансову кризу 2008 року, гривня зазнала значної девальвації - на понад 60% за 2008 рік [5, с. 225].

Наслідком постійних змін в цілях монетарного регулятора стало падіння довіри до банківської системи, що вимагає заходів для їх стабілізації. Тому сучасний етап розвитку грошово-кредитної політики України спрямований на підвищення стійкості банківської системи та інфляційний контроль [5, с. 226]. У 2015-2021 роках Національний банк України використовував режим інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом та обліковою ставкою як основним інструментом для досягнення цінової стабільності. Цей режим передбачає публікацію кількісної середньострокової цілі щодо індексу споживчих цін [35].

Перехід до режиму ІТ розпочався у 2016 році, замінивши неефективну політику фіксованого обмінного курсу, що не витримала кризи 2013-2014 років. Процес впровадження був поетапним: від створення технічної бази та закріплення інституційної незалежності НБУ, до впровадження структурних елементів інфляційного таргетування [14, с. 2].

Інфляційне таргетування вимагає від НБУ виконання зобов'язань щодо досягнення визначених інфляційних цілей при гнучкому курсоутворенні. Ключовими елементами є комунікація та прозорість у прийнятті рішень, що сприяють ефективному формуванню інфляційних очікувань [35]. Подальші тенденції в монетарній політиці під час воєнного стану проаналізовано в Розділі 2.

Отже, монетарна політика спрямована на контроль грошової маси, рівень інфляції, процентні ставки та кредитну активність. Розвиток монетарної політики України відзначався еволюцією від фіксованого валютного курсу до режиму інфляційного таргетування, що дозволило підвищити гнучкість монетарного регулювання та адаптацію до кризових явищ. Водночас, ефективність монетарної політики значною мірою залежить від її узгодженості з фіскальною політикою.

### 1.1.2. Фіскальна політика: функції, інструменти та механізми

Фіскальна політика відіграє ключову роль у макроекономічному регулюванні, оскільки визначає пріоритети державних витрат та оподаткування. В роботі досліджено зарубіжні праці М. Фрідмана [56] та П. Самуельсона [49], а також праці вітчизняних науковців: А. І. Крисоватий [24], А. А. Чухно [37], П. І. Юхименко [54].

Фіскальна політика - це комплекс державних заходів, спрямованих на забезпечення повної зайнятості та неінфляційного зростання ВВП через регулювання видатків, оподаткування та формування бюджетної політики [3, с. 212]. Детальніше інструменти фіскальної політики проаналізовано в таблиці 1.2. Вона спрямована на рівновагу платіжного балансу, стабільність цін та економічне зростання. Метою фіскальної політики є зменшення коливань у рівнях виробництва, зайнятості і цін та забезпечення стійкого зростання виробництва до тієї межі, яка б забезпечила мінімізацію безробіття [24, с. 12].

Аналогічну думку підтримують українські науковці. Зокрема, в праці А. А. Чухно виділено такі основні завдання фіскальної політики: послаблення коливання економічного циклу, стабілізаційне прискорення темпів економічного зростання, забезпечення високого рівня зайнятості і контрольованої інфляції [37, с. 475].

В класичних зарубіжних підходах фіскальна політика розглядається як ключовий інструмент державного регулювання. Згідно з Дж. Кейнсом, така політика є ключовим інструментом економічного регулювання через бюджетну політику. Він вважав, що державні видатки є основним механізмом урядового втручання для подолання депресії [54, с. 131]. М. Фрідман, попри монетаристські погляди, стверджував про значний вплив фіскальної політики в довгостроковому плані, зокрема для розподілу ресурсів. Проте надмірне втручання держави веде до макроекономічних дисбалансів [54, с. 162]. Отже, монетаризм стверджує, що економічні показники залежать від кількості грошей в обігу, проте регулювання грошової маси не може вплинути на довгострокове економічне зростання [24, с. 26].

Переходячи до сучасної економічної теорії, грошово-кредитна політика поділяється на експансивну, яка передбачає збільшення державних витрат і

зниження податків для стимулювання попиту в період спаду; та рестрикційну, яка застосовує протилежні механізми для боротьби з інфляцією під час економічного підйому [3, с. 212]. Відтак, важливим фактором зростання витратів бюджету є економічні кризи, зокрема війна, що призводить до «ефекту зрушення рівня державних витрат». Після завершення кризи державні витрати зменшуються, але часто не повертаються до попереднього рівня [3, с. 218].

Держава фінансує свої видатки через податкові надходження, метою яких є створення централізованого фонду грошових коштів для виконання державних функцій [2, с. 172]. А. Сміт сформулював чотири принципи оподаткування: чіткість, зручність, мінімізація витрат на збір та уникнення шкоди для розвитку промисловості, підкреслюючи їх важливість у сприянні економічному зростанню. Тим часом, Д. Рікардо вважав фіскальну політику інструментом для розширення виробництва, однак податки, за його думкою, знижують рівень накопичення капіталу і мають негативний вплив [24, с. 15].

На думку автора, податки є потужним інструментом фінансового впливу, тому їх використання вимагає ретельного контролю. Як зазначає П. Самуельсон, фіскальна політика - це «надто потужна зброя, подібна атомній бомбі, щоб дозволити окремим особам і урядам грати з нею» [49, с. 315].

Аналогічно монетарній, розвиток фіскальної політики в Україні пройшов шлях трансформацій, від планової економіки до ринкових відносин. У 1990-х роках, Україна працювала на створення власної податкової системи та бюджетної політики. Перші кроки були спрямовані на адаптацію існуючих радянських механізмів до нових реалій, що часто призводило до неузгодженості норм та значних обсягів тіньових оборотів [53, с. 66]. Попри нестабільність та високий дефіцит бюджету, впровадження національної валюти у 1996 році та перші спроби реформування податкової системи стали ключовими кроками у становленні фіскальної політики.

Знаковим є впровадження Податкового кодексу у 2011 році, який сприяв упорядкуванню податкового навантаження та спрощенню адміністрування. Проте структура державних витратів залишалася неефективною, а рівень тіньової

економіки значним. Кризи 2008 та 2014 років суттєво вплинули на бюджетну систему, змушуючи Уряд запроваджувати заходи жорсткої економії, знижувати соціальні витрати та шукати зовнішню фінансову підтримку [53, с. 66].

У 2014 році Україна активізувала реформи у сфері фіскальної політики, зокрема шляхом децентралізації бюджетної системи, що дозволило підвищити фінансову автономію регіонів. Також політику було адаптовано для зниження податкового тиску на бізнес та залучення інвестицій [53, с. 68]. Подальші особливості фіскальної політики проаналізовано у Розділі 2.

Отже, фіскальна політика включає регулювання державних витрат, оподаткування та бюджетної політики, які визначають фінансову стратегію держави, особливо у довгостроковій перспективі.

## **1.2. Основні теоретичні підходи до взаємодії монетарної та фіскальної політик**

Відповідно до економічної теорії, гармонізація монетарної та фіскальної політики передбачає взаємоузгоджену координацію заходів відповідних інституцій та створення дієвого механізму регулювання макроекономічної стабільності як в короткостроковому, так і в довгостроковому періодах [33]. Це можна досягти за допомогою комплексного використання інструментів обох політик, які мають на меті стабілізацію ринку через збалансування сукупного попиту та пропозиції, а також підтримку сприятливого середовища для економічного розвитку [4, с. 155].

На основі опису інструментів монетарної та фіскальної політик в попередніх пунктах, в таблиці 1.2 продемонстровано їх комплексний вплив на реальний сектор економіки. Монетарні інструменти впливають на стабільність цін, обіг іноземного капіталу та споживчу активність. У свою чергу, фіскальна політика визначає обсяг бюджетних надходжень, стимулює сукупний попит та пропозицію, а також регулює рівень інвестицій [50, с. 58-64]. Механізми обох політик визначають рівень

активності суб'єктів ринку, що в підсумку впливає на темпи зростання ВВП та макроекономічну стабільність.

Таблиця 1.2

### Інструменти монетарної й фіскальної політик та їх вплив на макроекономіку



Джерело: створено автором на основі [2, с. 226; 50, с. 58-64].

Механізми реалізації монетарної та фіскальної політики різняться за ступенем впливу на економіку. Монетарна політика є більш гнучкою та передусім сфокусована на фінансово-кредитному секторі, що впливає на економічні суб'єкти в короткостроковій перспективі. У свою чергу, бюджетно-податкова політика відома більшим рівнем стабільності, оскільки вона формується на довгострокову перспективу і охоплює широке коло економічних і соціальних аспектів [33, с. 226].

Як у минулому, так і сьогодні, відсутність координації між монетарною та фіскальною політикою залишається предметом дискусій. Це зумовлено варіативністю інтересів обох сторін, але насправді їх взаємодія має загальнодержавний інтерес. Реалізація їхніх заходів повинна відбуватися на основі ключових принципів, до яких належить комплексність, системність, прозорість, відповідальність та підзвітність. Крім того, зловживання окремими заходами на шкоду іншим може негативно вплинути на ефективність економічної політики [33, с. 225]. Отже, без злагодженої взаємодії забезпечити макроекономічну стабільність в умовах невизначеності є надзвичайно складно.

Взаємодія політик є ключовою темою зарубіжних досліджень, зокрема в роботі Т. Сарджента та Н. Воллеса доведено нездатність монетарної політики підтримувати таргетований рівень інфляції без узгодження бюджетно-податкових обмежень [65, с. 2]. У дослідженні розглядаються дві полярні форми координації та їхній довгостроковий вплив на макроекономічні показники (див. Табл. 1.3).

Таблиця 1.3.

### Порівняння монетарного та фіскального домінування в контексті макроекономічної координації

Монетарне домінування	Фіскальне домінування
<i>Визначення пріоритетів</i>	
Центральний банк самостійно визначає темпи зростання грошової маси та обсяг сеньйоражу.	Фіскальна влада самостійно формує бюджет, визначаючи майбутні дефіцити/профіцити.
<i>Розподіл ресурсів</i>	
Монетарна влада визначає обсяг доходів, які вона надає фіскальній владі через сеньйораж.	Фіскальна влада визначає необхідний обсяг запозичень, незалежно від монетарних обмежень.
<i>Обмеження</i>	
Фіскальна влада змушена адаптувати бюджет, фінансуючи дефіцит через продаж облігацій та отриманий сеньйораж.	Монетарна влада змушена фінансувати дефіцит через емісію, якщо облігації не знаходять достатнього попиту.
<i>Вплив на борг</i>	
Державний борг обмежується попитом на облігації, що змушує уряд контролювати дефіцит.	Державний борг постійно зростає, поки не досягає межі, встановленої попитом на облігації.
<i>Інфляційні ризики</i>	
Контроль інфляції є ефективним, оскільки монетарна влада має незалежність у регулюванні грошової маси.	Інфляція виходить з-під контролю, якщо борг перевищує межу попиту на облігації,

	що змушує фінансувати дефіцит грошовою емісією.
<i>Наслідки</i>	
Стабільна економіка з низькою інфляцією, але обмеженою фіскальною гнучкістю.	Інфляційна спіраль через необхідність покриття дефіциту грошовою емісією.

Джерело: створено автором на основі [65, с. 2].

Згідно з таблицею 1.3, домінування як центрального банку, так і уряду у довгостроковій перспективі унеможлиблює підтримання ринкової стабільності, що вимагає адаптації іншої політики. Ця думка підтверджується дослідженням А. Блайндера, який аналізує взаємодію монетарної та фіскальної політик через призму теорії ігор, зазначаючи, що відсутність правильної координації призводить до надмірної жорсткості монетарної політики та занадто м'якої фіскальної, що створює макроекономічні ризики [59].

Т. Андерсен та Ф. Шнайдер у своїй праці стверджують, що навіть якщо співпраця між урядом та центральним банком теоретично можлива, на практиці кожен з них може відчувати себе у програвшій від координації. Це зумовлено коротким політичним горизонтом та терміном існування уряду, що ускладнює застосування стратегії покарання з боку монетарної влади для досягнення спільного результату [58, с. 177]. На їх думку, конфлікт інтересів спричинено тим, що центральний банк зазвичай орієнтований на стабільність цін і контроль інфляції, в той час як уряд прагне до економічного зростання [58, с. 181]. Тому у праці підкреслено ефективність змішаної кейнсіансько-новокласичної моделі, де уряд може впливати на інфляцію та випуск через податкові ставки, тоді як центральний банк контролює інфляцію через монетарні інструменти [58, с. 187].

М. Фрідман, підтримуючи кейнсіанські принципи, стверджував, що «монетарну політику можна використовувати для стримування інфляції, але вона не може бути ефективною у боротьбі з рецесією». Це висловлення він пояснював алегорією: «можна привести коня до води, але не можна змусити його пити» [62, с. 2]. Таким чином, монетарна політика є ефективним інструментом для контролю інфляції, але вона не здатна стабільно визначати рівень безробіття чи стимулювати економічне зростання.

М. Фрідман зазначає, що не слід покладати надмірні сподівання на грошово-кредитну політику, оскільки центральний банк контролює лише номінальні величини (кількість грошей, рівень цін, темпи інфляції або номінальний ВВП), але не може стабільно впливати на реальні економічні показники, такі як реальний ВВП, реальна процентна ставка чи рівень безробіття, які визначають рівень економічного добробуту держави [62, с. 5].

Проблема координації фіскальної та монетарної політик також є предметом численних досліджень українських науковців. Зокрема в роботі досліджено праці Н. П. Баріди [4], В. І. Міщенко [33], Т. І. Єфименко [19], І. О. Лютого [27], Ю. В. Петленко [42] та інших.

На думку В.І. Міщенко, початок дискусії щодо домінування тієї чи іншої політики було покладено створенням Ямайської валютної системи у 1970-х роках, яка сприяла незалежності центральних банків [33]. Вона замінила Бреттон-Вудську систему із фіксованими валютними курсами, тому перехід до плаваючих валютних курсів створив умови для ширшого використання монетарної політики [30, с. 318].

У сучасній економічній науці незалежність центрального банку розглядається як поєднання політичної, фінансової, операційної та управлінської автономії (див. Табл. 1.4), що дозволяє ефективно реалізовувати монетарну політику, зберігаючи при цьому відповідальність за її наслідки перед суспільством [33, с. 225].

*Таблиця 1.4.*

### Типи незалежності центрального банку

Тип незалежності	Характеристика	Спільне
Політична	Регулює процедуру призначення, співпраці та звільнення керівників банків з урядом і державними органами	Формується обмежена незалежність, тобто банк має автономію у прийнятті рішень щодо роботи керівництва та розподілу фінансових ресурсів
Фінансова	Формує вимоги щодо фінансової діяльності, а саме створення капіталу, рекапіталізації, розподілу прибутку та порядок здійснення платежів до бюджету	
Операційна	Надає право самостійно обирати цілі та інструменти монетарної політики	Банки не мають суттєвих обмежень. Вони здатні самостійно приймати ефективні їм рішення з урахуванням економічних чинників
Управлінська	Гарантує свободу дій у вирішенні внутрішніх питань банку та управлінні ресурсами	

Джерело: створено автором на основі [33, с. 225].

На практиці центральні банки зазвичай вирізняються високим рівнем операційної та управлінської незалежності, проте ступінь їхньої політичної та фінансової автономності значно варіюється. Ця тенденція особливо помітна в країнах, що розвиваються, де на регулятора суттєвий вплив мають міжнародні інституції та уряди [33, с. 225].

За оцінками науковців, Європейський центральний банк (ЄЦБ) є найбільш незалежним монетарним регулятором у світі. Від початку 1999 року він відповідає за впровадження єдиної грошово-кредитної політики Єврозони. Високий рівень його автономності підсилено самостійністю національних центральних банків та відсутністю єдиного фіскального органу Єврозони [11, с. 4].

Незважаючи на успіх діяльності ЄЦБ, загальна тенденція полягає в пошуку ефективної взаємодії між монетарною та фіскальною політиками, особливо в розвинутих країнах. У цих країнах встановлюються формальні механізми співпраці між центральними банками та урядами, що дозволяє уникати суперечностей.

Банк Англії є класичним успішним прикладом такого підходу. Він має високу ступінь незалежності, що дозволяє ефективно реалізовувати монетарну політику. Водночас, він не нехтує інтересами уряду, зокрема тому що банк працює під керівництвом Міністерства Фінансів. Основною метою діяльності банку є підтримка стабільності національної валюти, що досягається через монетарні операції, погоджені з урядом в обов'язковому порядку [23, с. 68].

Крім того, досвід Федеральної резервної системи США показує, що успішне виконання антикризової політики та підтримка фінансової стабільності можливі лише за умови політичних зобов'язань центральних банків. Також найкращі результати досягаються тоді, коли заходи монетарних та фіскальних інститутів доповнюються нетрадиційними практиками, що посилює комплексний характер їх координації [23, с. 68].

Отже, традиційні концепції делегування повноважень не дозволяють повною мірою вирішити нові виклики економічних трансформацій, зокрема через

посилення дії структурних чинників, а саме демографічні зміни, зниження продуктивності праці, посилення економічної нерівності, а наявні монетарні інструменти не спроможні поодинокі забезпечити необхідний рівень регулювання багатьма процесами розвитку фінансової системи [33, с. 225].

Взаємозв'язок монетарної та фіскальної політик створює ланцюгову реакцію. Наприклад, підвищення процентних ставок центральним банком призводить до зростання вартості обслуговування державного боргу, що посилює фіскальний тиск на бюджет. Це, своєю чергою, підвищує реальну вартість запозичень для внутрішнього ринку, обмежує можливості підтримки фінансово нестабільних банків і збільшує ризики спотворення цін на активи. Як наслідок, скорочуються фінансові ресурси уряду та центрального банку, що може негативно вплинути на функціонування фінансових ринків [33, с. 226].

Взаємодія монетарної та фіскальної політики може набувати різних форм, кожна з яких має свої наслідки для економіки (див. Табл. 1.5). Поєднання монетарної та фіскальної експансії стимулює економічне зростання, але може спричинити перегрів та інфляційні ризики. Монетарна рестрикція за одночасної фіскальної експансії посилює боргове навантаження через зростання вартості запозичень, тоді як монетарна експансія в умовах фіскальної рестрикції може підтримати кредитування та сукупний попит, але створює ризики для бюджетної стійкості. Найжорсткішим сценарієм є одночасна монетарна та фіскальна рестрикція, що знижує інфляцію, але обмежує економічну активність.

Таблиця 1.5.

### Форми взаємодії монетарної та фіскальної політик

<i>Монетарна та фіскальна експансія</i>	<i>Монетарна рестрикція та фіскальна експансія</i>	<i>Монетарна експансія та фіскальна рестрикція</i>	<i>Монетарна та фіскальна рестрикція</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ Стимулювання інвестицій та споживання;</li> <li>⇒ Зростання ВВП;</li> <li>⇒ Високий темп інфляції;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ Підвищення сукупного попиту;</li> <li>⇒ Зростання ВВП;</li> <li>⇒ Високий темп інфляції;</li> <li>⇒ Неєфективні державного боргу;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ Стимулювання інвестицій;</li> <li>⇒ Зростання ВВП;</li> <li>⇒ Низький темп інфляції;</li> <li>⇒ Вартість обслуговування</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ Стабілізація ВВП;</li> <li>⇒ Низький темп інфляції;</li> <li>⇒ Стимулювання державного боргу та дефіциту</li> </ul>

⇒ Накопичення державного боргу; ⇒ Коливання відсоткових ставок.	⇒ Високі відсоткові ставки.	боргу на низькому рівні.	державного бюджету.
--	-----------------------------	--------------------------	---------------------

Джерело: створено автором на основі [42, с. 122].

В таблиці 1.5. видно, що найбільш ефективним варіантом вважається збалансована комбінація помірної монетарної експансії з відповідальною фіскальною політикою, що дозволяє підтримувати економічне зростання без надмірного інфляційного тиску [42, с. 122]. Проте їх ефективна взаємодія вимагає врахування поточних потреб ринку для їх ефективної координації [33, с. 226].

Координація монетарної та фіскальної політик є інтеграційним процесом, який передбачає визначення принципів, встановлення цілей, завдань, об'єктів координації, після чого важливим є також обґрунтування методів та інструментів, які найбільше в змозі забезпечити виконання визначених цілей (див. Табл. 1.6).

Таблиця 1.6.

### Схема реалізації взаємодії монетарної та фіскальної політик



Джерело: створено автором на основі [33, с. 227].

Отже, ефективна взаємодія монетарної та фіскальної політик базується на спільних принципах, цілях та завданнях. Це підтверджується визначенням макроекономічної стабільності Міжнародним валютним фондом, до ключових критеріїв якого належать: помірна інфляція, низькі процентні ставки, контрольований рівень зовнішнього боргу, невеликий бюджетний дефіцит і стабільність валюти [66, с. 8]. Підсумовуючи, досягнення макроекономічної

стабільності безпосередньо залежить від взаємодії інструментів фіскальної та монетарної політик. Рекомендації щодо їх координації розглянуто в Розділі 3.

## **Висновки до Розділу 1**

Монетарна та фіскальна політики є ключовими інструментами макроекономічного регулювання. В Розділі 1 досліджено, що грошово-кредитна політика полягає у впливі на грошову пропозицію, кредитування та рівень інфляції шляхом використання політики облікової ставки, операцій на відкритому ринку, резервних вимог, тощо. Водночас фіскальна політика формує економічну динаміку та стабілізує цикл ділової активності через механізми оподаткування, перерозподілу ресурсів і державних витрат.

В Україні розвиток обох політик характеризується поступовим переходом від адміністративно орієнтованих підходів до ринкових механізмів, з урахуванням впливу економічних криз. Запровадження Податково кодексу у 2011 році та режиму інфляційного таргетування у 2016 році стали основою для формування сучасних підходів обох політик.

Автором доведено, що ефективність дій НБУ та Уряду значною мірою залежить від їх взаємодії. Наявність конфлікту між короткостроковими пріоритетами уряду і довгостроковими завданнями центрального банку зумовлює необхідність координаційних механізмів, які забезпечують прозорість, відповідальність та цільову узгодженість між інституціями. Розглянутий досвід ЄЦБ, Банку Англії та ФРС США, доводить, що високий рівень автономності центрального банку не суперечить ефективній співпраці з урядом, за умови їх координації.

В умовах економічних шоків, кризових ситуацій або воєнного стану така взаємодія має ще більш критичне значення. Автором визначено, що найбільш прийнятною моделлю взаємодії вважається поміркована монетарна експансія в

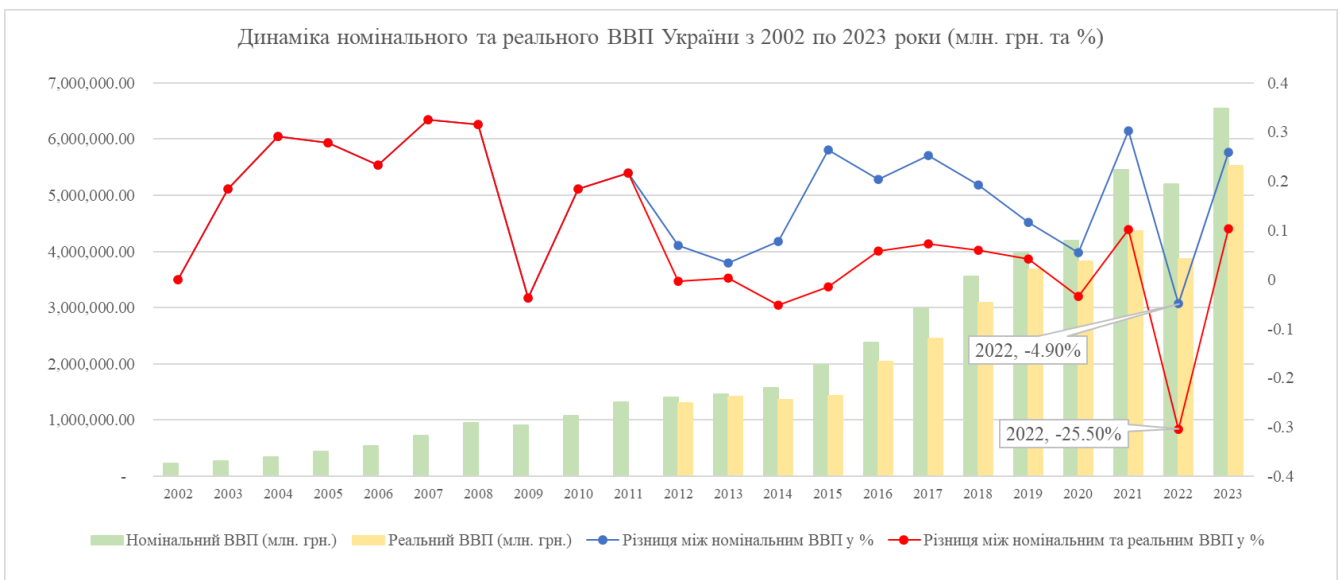
поєднанні з фіскальною відповідальністю, що дозволяє уникнути інфляційного тиску та водночас стимулювати економічну активність. У підсумку, скоординована політика є важливим елементом сталого розвитку та довіри до державної економічної політики, що має вирішальне значення для України в умовах сучасних викликів.

## РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

### 2.1. Аналіз основних макроекономічних показників України під час воєнного стану

Повномасштабне вторгнення росії у 2022 році спричинило різке погіршення макроекономічних показників України. Внаслідок бойових дій, руйнування інфраструктури, зупинки підприємств, міграції населення та логістичних збоїв держава зазнала суттєвих економічних втрат, ліквідація яких потребує значних фінансових ресурсів та координації між державними інституціями.

За даними Мінфіну, у 2022 році ВВП України скоротився на 4,9%, що стало рекордним спадом від 2000-х років (див. Рис. 2.1). Для порівняння, у 2009 році під час світової фінансової кризи падіння становило 3,7%. Додатково, на графіку відображено різницю між реальним і номінальним ВВП, яка у 2022 році досягла 25,5%, що свідчить про значний рівень інфляційного тиску [8].

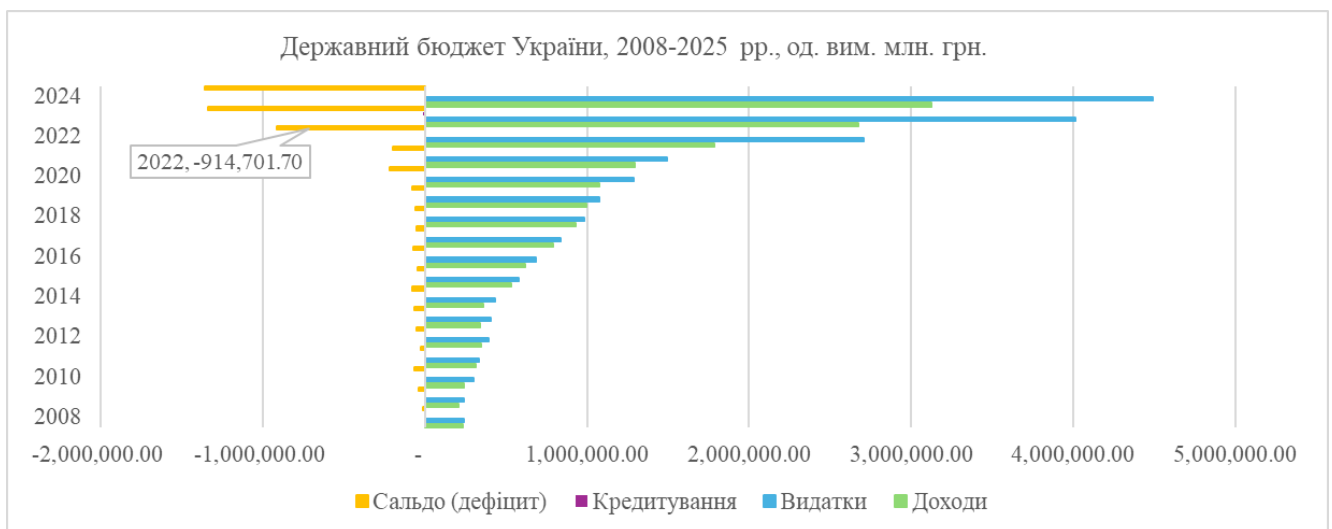


**Рис. 2.1. Динаміка номінального та реального ВВП в Україні, 2002-2023 рр., од. вим. млн. грн., та %.**

Джерело: створено автором на основі [8].

Починаючи з 2023 року економіка почала відновлюватись, що підтверджується зростанням реального ВВП до 5,5 млн грн, порівняно з 3,7 млн грн у 2022 році. Однак відновлення стримується непередбачуваною безпековою ситуацією, нестачею кваліфікованих працівників та пошкодженням енергетичної інфраструктури [17].

Позитивна тенденція ВВП передусім спричинена збільшенням державних видатків. Водночас, на рисунку 2.2 проаналізовано збільшення дефіциту державного бюджету через перевищення державних видатків над доходами. У 2022 році видатки державного бюджету зросли з 1,49 млн грн до 2,71 млн грн, тоді як доходи з 1,29 млн грн до 1,79 млн грн [10].



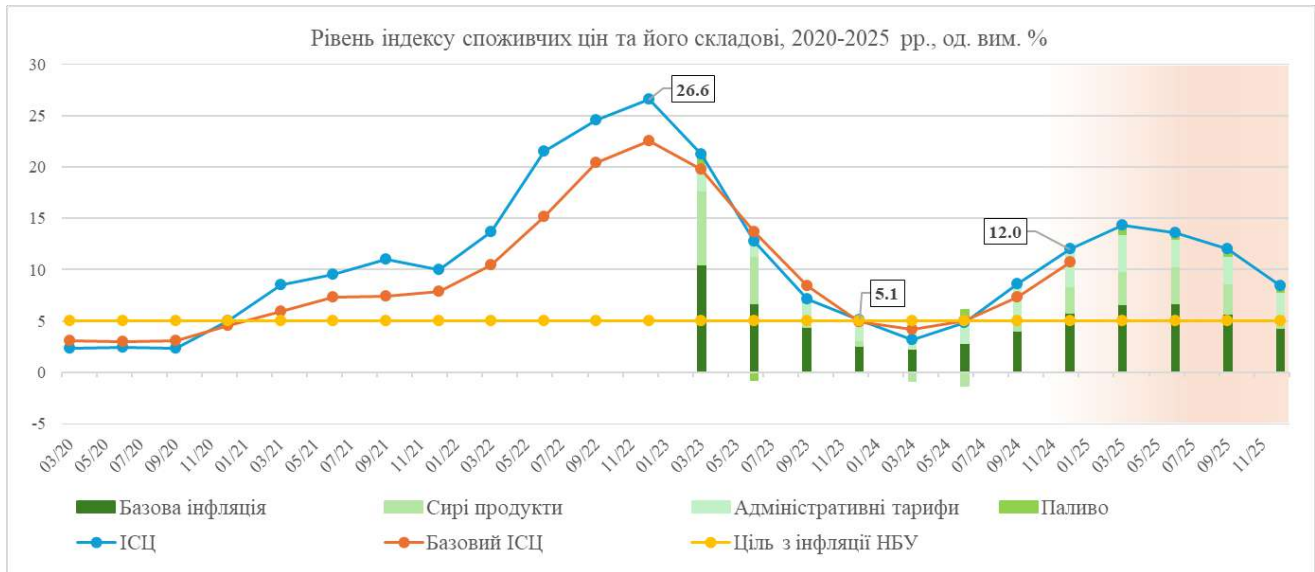
**Рис. 2.2. Державний бюджет України, 2008-2025 рр., од. вим. млн. грн.**

Джерело: створено автором на основі [10].

Важливе значення набула іноземна допомога, яка покрила 73% потреб державного бюджету за 2024 рік (див. Табл. 2.2). Проте іноземного фінансування було недостатньо, тому основним джерелом покриття дефіциту стали облігації внутрішньої державної позики [10].

Війна також спричинила суттєве прискорення інфляції, темпи якої сягнули свого піку у жовтні 2022 року, а саме 26,6% (див. Рис. 2.3). Завдяки діям НБУ, у

2023 році вдалося приборкати інфляцію до 5,1% [20]. Проте у 2024 році вона знову зросла до 12%, та ціновий тиск зберігається у 2025 році [21; 20].



**Рис. 2.3. Рівень ІСЦ та його складові, в 2020-2025 рр. од. вим. %**  
Джерело: створено автором на основі [21, с. 7; 20].

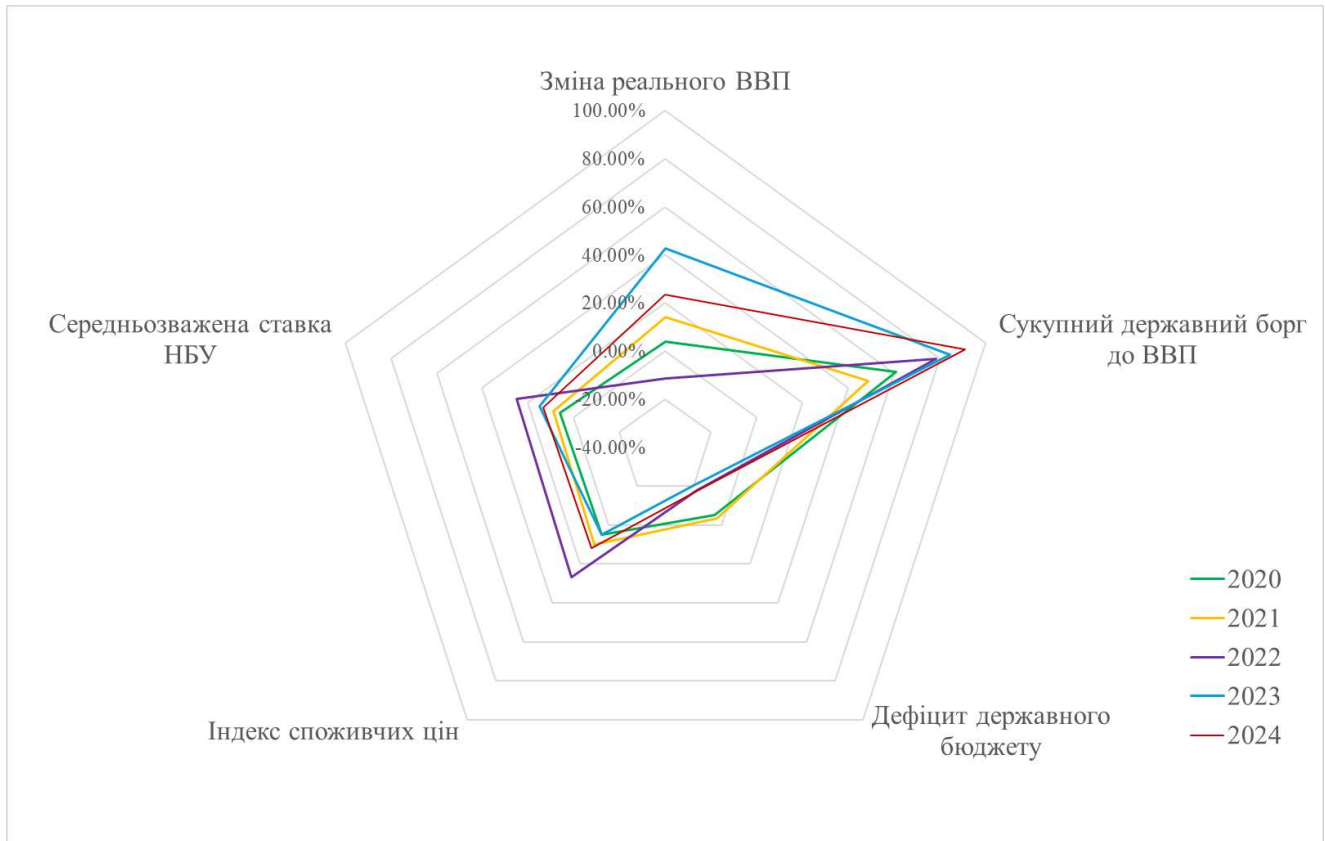
Зростання індексу споживчих цін зумовлено погіршенням врожаїв, що скоротило пропозицію продовольчих товарів. Також, згідно з рисунком 2.3, фундаментальний ціновий тиск зумовлено більшими витрати виробників на сировину, електроенергію та паливо та логістику, що пришвидшило базову інфляцію до 10,5% у 2023 році [21, с. 7].

Крім того, досліджено, що протягом 2022 року валові міжнародні резерви скоротилися на 7,9% (до 28,5 млрд дол США), водночас найбільша частка власних ресурсів у міжнародних резервах спостерігається у 2024 році на рівні 70,1%, що зумовлено валютними інтервенціями НБУ для підтримки курсу гривні (див. Додаток А). [31].

Іншим важливим показником макроекономічного стану є ринок праці, де економічний шок під час війни причинив падіння попиту та пропозиції праці. Це призвело до 186,5 тис. осіб із статусом безробітного у 2022 році (за даними Мінфіну). Впродовж 2023-2024 років, такий статус мали приблизно 95 тис. осіб (див. Додаток А) [6]. З часом потреба у робочій силі відновлювалася, проте попит скорочувалася через міграцію та мобілізаційні заходи. Оскільки в останні роки дані

не оновлювалися, було взято до уваги дослідження Info Sapiens, згідно з яким, у лютому 2025 року рівень безробіття перебував на рівні 16,8% [17].

Автором було проведено порівняльний аналіз головних показників фіскально-монетарної політики України в 2020–2024 роках у відсотковому вимірі з метою простежити їх взаємовплив під час воєнного стану (див. Рис. 2.4).



**Рис. 2.4. Ключові макроекономічні індикатори фіскально-монетарної політики України, од. вим. %, 2020–2024 рр.**

Джерело: створено автором на основі [7; 8; 10; 20; 21].

У 2022 році спостерігалось різке падіння реального ВВП, а також зростання індексу споживчих цін, що свідчить про глибоку економічну кризу, спричинену початком повномасштабного вторгнення. Це супроводжувалось збільшенням бюджетного дефіциту та стрибком державного боргу до ВВП, що відображає активізацію фіскальної політики для фінансування оборони, соціальної підтримки та базової інфраструктури. Монетарна політика водночас була жорсткою: облікова ставка НБУ значно підвищилась, передусім з наміром стримати інфляції.

У 2023-2024 роки, фіскальна політика залишалася стимулюючою, проте відзначалося поступове скорочення дефіциту бюджету, що сигналізує про спроби повернення до бюджетної збалансованості та отримання значної кількості міжнародної допомоги. Монетарна політика також адаптувалася: ставка НБУ була поступово знижена, що сприяло зростанню інвестиційної активності та підтримці економічного відновлення. Реальний ВВП демонстрував стабільне зростання, що свідчить про певне відновлення внутрішнього попиту та виробництва.

Загалом, аналіз графічних даних на рисунку 2.4 показує, що фіскальна політика в умовах війни відіграла провідну роль у стабілізації економіки через активні видатки, тоді як монетарна політика діяла більш змінювала свій характер від жорсткої до стимулюючої залежно від фази кризи. Така модель свідчить про координацію між політиками на рівні адаптивного реагування, що дозволило уникнути макрофінансового колапсу та створити умови для економічного відновлення. Детальніше головні заходи монетарних та фіскальних регуляторів для забезпечення економічної стабільності досліджено в наступному розділі.

## **2.2. Аналіз антикризових заходів монетарних та фіскальних регуляторів в Україні під час воєнного стану**

Нестабільна економічна ситуація в Україні під час повномасштабного вторгнення вимагала оперативного та скоординованого реагування з боку держави. В цьому пункті проаналізовано головні антикризові механізми НБУ та Уряду щодо монетарного та фіскального регулювання для збереження макроекономічної рівноваги, а також рівень їх узгодженості один з одним.

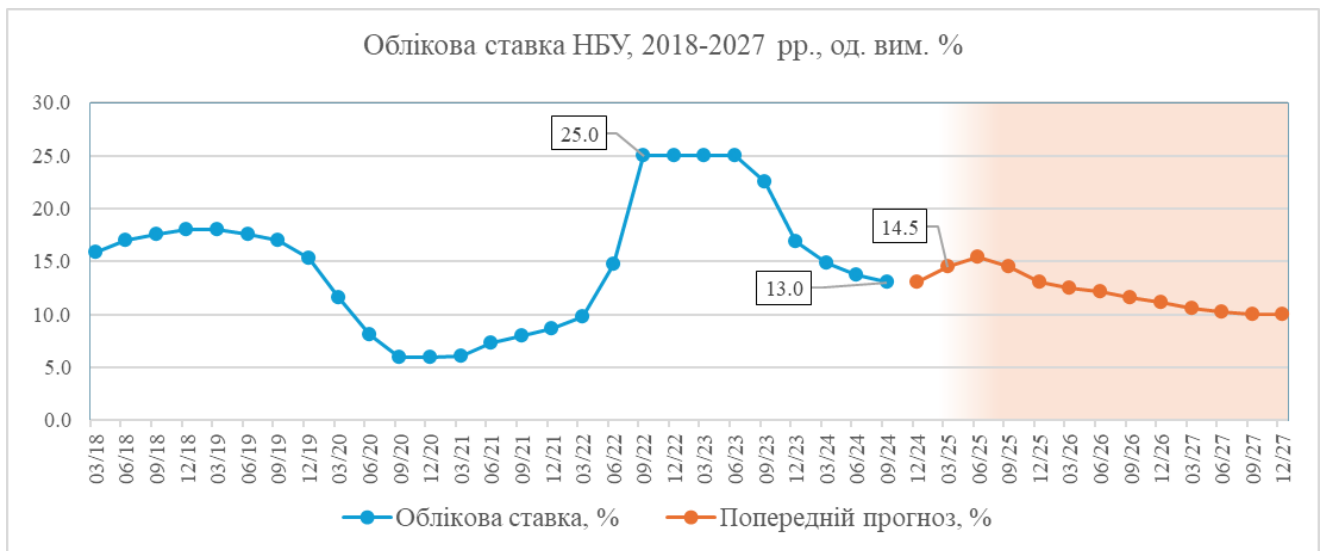
Щодо монетарної політики, з перших днів війни НБУ вжив низку оперативних антикризових заходів, що орієнтувались на безперервну роботу критично важливої інфраструктури в умовах війни та підвищило рівень довіри до НБУ [26, 47].

Впродовж воєнного стану НБУ видало кілька головних документів та положень, в яких чітко прослідковуються зміни в цілях НБУ та його ключові

механізми на ринку. У квітні 2022 року Рада НБУ ухвалила документ «Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану» [39]. В ньому зазначено оновлену мету політики НБУ, а саме стабільне функціонування фінансової системи України разом із забезпеченням потреб оборони України, системи державних фінансів та об'єктів критичної інфраструктури [26, с. 55].

У мирний час, облікова ставка була основним засобом НБУ, проте із червня 2022 року вона стала допоміжним інструментом у зв'язку із бойовими діями. Головним пріоритетом НБУ стало забезпечення належного рівня ліквідності та гнучкості банків в управлінні нею, а не дієвість облікової ставки [25, с. 8].

Облікова ставка визначає відсоток під який банки дають бізнесу та населенню кредити та під який залучають депозити. З червня 2022 року до того ж місяця 2023 року облікову ставку було зафіксовано на рівні 25% (див. Рис 2.5). У 2024 році облікова ставка почала поступово знижуватись, набувши мінімального значення у 13% (з червня по листопад 2024 року). З березня 2025 року НБУ знову підвищив облікову ставку до 15,5%, з метою уповільнення інфляції [21, с. 6; 6].



**Рис. 2.5. Облікова ставка НБУ та її прогноз, 2018 - 2027 рр., од. вим. %**

Джерело: створено автором на основі [21, с. 6]

Крім того, важливим є регулювання валютного ринку, замість плаваючого обмінного курсу, НБУ перейшло до фіксованого, як антиінфляційний інструмент [25, с. 8; 26]. Валютні інтервенції стали основною монетарною операцією з метою

запобігти коливань валютного курсу. Також, протилежно до мирних часів, було введено обмеження на валютні операції та рух капіталу для фіксації курсу [25, с. 9].

В перший день війни НБУ зафіксував офіційний курс на рівні 29,25 грн за дол США, а вже 21 липня 2022 року НБУ підвищив курс на 25% до 36,6 грн за дол США через зміну економічних показників та зміцнення долара (див. Табл. 2.1).

Таблиця 2.1.

Офіційний курс гривні до дол США, 2020 - 2025 рр., од. вим. грн								
01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	24.02.2022	21.07.2022	04.10.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.03.2025
23.6862	28.2746	27.2782	29.2549	36.5686	36.5901	38.002	42.0295	41.514
Відсоткова зміна порівнюючи з довоєнним курсом станом на 01.01.2022								
-	-	-	7%	34%	34%	39%	54%	52%

Джерело: створено автором на основі [40].

Через воєнну економічну нестабільність, НБУ перейшов до режиму гнучкого інфляційного таргетування (ІТ), що закріплено в «Основних засадах грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу» [34, 45]. Нова стратегія передбачає досягнення інфляційної цілі 5% у межах гнучкого горизонту до трьох років, на відміну від попереднього підходу з жорстким інфляційним діапазоном у 5% і коротшим горизонтом (9-18 місяців) та допускає тимчасові відхилення від цільової інфляції [34, 45]. Гнучке ІТ дає змогу НБУ як сприяти відновленню економіки, так і балансувати інфляційні очікування. НБУ планує використовувати гнучке ІТ до повної нормалізації функціонування економіки, з кінцевою метою повністю відновити традиційний формат ІТ із плаваючим обмінним курсом [45].

Фінансування дефіциту бюджету є також важливою складовою аналізу діяльності НБУ під час війни. Тоді як в довоєнний час було заборонено монетарне фінансування бюджету, у 2022 році НБУ вдалося до часткового монетарного фінансування бюджету через брак міжнародної допомоги, надрукувавши 400 млрд грн станом на кінець 2022 року. Як результат, інфляції підвищилась до 26,6% на кінець року [48]. Однак, це було вимушеною мірою на початку війни й надалі НБУ призупинив емісію грошей (див. Табл. 2.2).

Таблиця 2.2.

Джерела фінансування державного бюджету, 2022-2025 рр., од. вим. млн. грн.				
	2022	2023	2024	2025
	(з 24 лютого по 30 грудня 2022)	(станом на 15 грудня 2023)		(станом на 25 лютого 2025)
НБУ	400,000	-	-	-
США	408,860	398,579	343,857	
ЄС	280,806	653,210	701,364	3,091 (дол. США)
ОВДП (вкл. військові облигації)	250,771	537,297	639,544	1,082 (дол. США)
МВФ	88,181	164,012	215,595	
Канада	60,503	64,235	69,527	
Світовий банк	44,486	23,841	134,532	

Джерело: створено автором на основі [48; 32; 55].

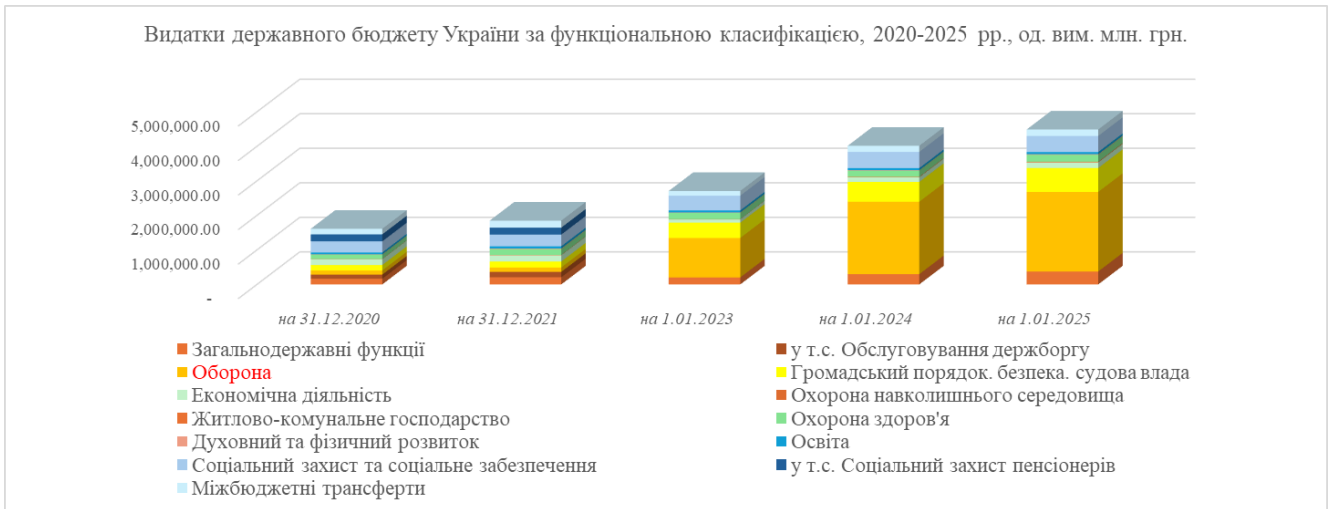
В таблиці 2.2 видно, що НБУ співпрацює з Урядом для залучення міжнародного фінансування, яке необхідне для повоєнної відбудови України [15]. Як результат, міжнародна підтримка у 2023 році досягла достатнього рівня для беземісійного фінансування дефіциту бюджету та підтримання стійкої ситуації на валютному ринку.

Окрім міжнародної допомоги, важливе місце мають ОВДП, які забезпечили 639,544 млн грн надходжень до держбюджету у 2024 році. Це зумовлено тим, що від початку січня 2022 року банки могли покривати до 50% від своїх загальних обов'язкових резервів за рахунок ОВДП. Водночас відсутність оподаткування доходів від ОВДП на тлі їх високої номінальної дохідності посилює інтерес населення до цього інструменту. Портфель гривневих ОВДП у власності фізичних осіб у 2024 році збільшився на 50% [21, с. 31].

На початку воєнного стану фіскальна політика України також набула чітко вираженого антикризового характеру, спрямованого на мобілізацію ресурсів для фінансування оборони та підтримки критичних секторів.

На рисунку 2.6 проаналізовано зміну структури державних видатків. У 2021 році найбільші обсяги фінансування спрямовувалися на соціальний захист, міжбюджетні трансферти, загальнодержавні функції, економічну діяльність та

охорону здоров'я. Частка видатків на оборону тоді становила лише 8,6%. Із початком повномасштабної війни пріоритети змінились: у 2022 році 42,24% видатків бюджету спрямовувались на оборону, а також близько 15% - на громадський порядок та соціальний захист. За даними Мінфіну, у наступні роки цей тренд посилюється: у 2023 році частка оборонних видатків зросла до 52,25%, у 2024 - до 51,36%, а станом на 1 березня 2025 року - до 61,93% [9; 29, с. 3].



**Рис. 2.6. Видатки державного бюджету, 2020-2025 рр., од. вим. млн. грн.**  
Джерело: створено автором на основі [9].

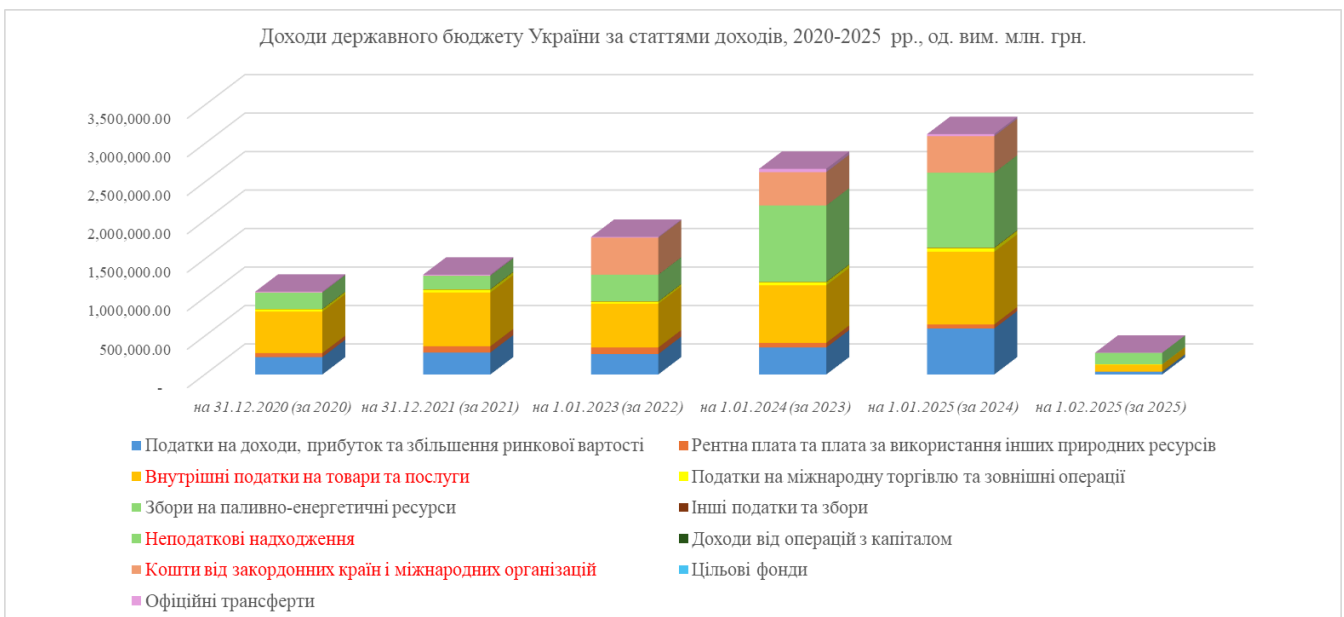
Податкова політика також зазнала деформації в умовах воєнного стану. В березні 2022 року прийнято Закон «Про захист інтересів суб'єктів подання звітності та інших документів у період дії воєнного стану або стану війни» та Закон «Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо особливостей оподаткування та подання звітності у період дії воєнного стану», згідно з якими передбачено захист інтересів платників податків, зокрема запроваджено відтермінування подання звітності та сплати податків, а також звільнення від податкової відповідальності за несвоєчасне виконання зобов'язань, якщо це зумовлено війною, скасовано податкові перевірки у регіонах, де не ведуться бойові дії [44].

У травні 2022 року платників податків було звільнено від виплати штрафних санкцій, якщо вони не можуть своєчасно виплатити податкове зобов'язання через війну. Скасовано податкові перевірки для всіх бізнесів, аби стимулювати

підприємницьку активність. Крім того, у 2022 році ПДВ та податок на прибуток було замінено на 2-відсотковий податок з обігу та спрощений облік, а для першої та другої групи ФОП запроваджено добровільну сплату єдиного податку [43].

Завдяки вищезазначеним діям, у 2024 році відбулось підвищення в податковій частині надходжень бюджету зокрема через збільшення доходів від податку на прибуток, імпортного акцизу та ПДВ з імпорту [29, с. 4]. У грудні того ж року Мінфін провів значне підвищення податків, що допомогло зібрати на 33% більше податків у порівнянні із груднем 2023 року [29, с. 4].

На рисунку 2.7 можна відслідкувати тенденцію, що з 2023 по 2025 роки, кількість податкових надходжень становила приблизно 50% від всіх доходів бюджету. Завдяки діям Уряду, за 2024 рік вдалось збільшити кількість податків на доходи та прибуток з 350,7 до 597,2 млрд грн.



**Рис. 2.7. Доходи державного бюджету, 2020-2025 рр. од. вим. млн. грн.**  
Джерело : створено автором на основі [16].

Проте, відповідно до рисунку 2.7, неподаткові надходження також займають значну частку бюджету: 37,11% у 2023 році, 31,2% - у 2024 та 52,67% - станом на лютий 2025 року. До них належать власні надходження бюджетних установ, адміністративні збори та доходи від підприємницької діяльності. Важливу роль також відіграє зовнішнє фінансування: у 2022 році доходи від міжнародних

організацій становили 27% бюджету, а у 2023–2024 роках - близько 15%, із загальною сумою на рівні 450 млрд грн за рік.

Попри дії Уряду, повномасштабне вторгнення росії в Україну в 2022 році призвело до різкого зростання співвідношення державного боргу до ВВП - з 43,3% до 79,4% (див. Табл. 2.3). Це свідчить про високу вартість обслуговування боргу та призводить до фіскальних ризиків.

Таблиця 2.3.

Динаміка співвідношення державного боргу до ВВП, 2014-2023 рр., од. вим. %										
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
,0%	67,0%	69,0%	61,0%	52,3%	44,3%	53,9%	43,3%	71,6%	79,4%	-

Джерело: створено автором на основі [7].

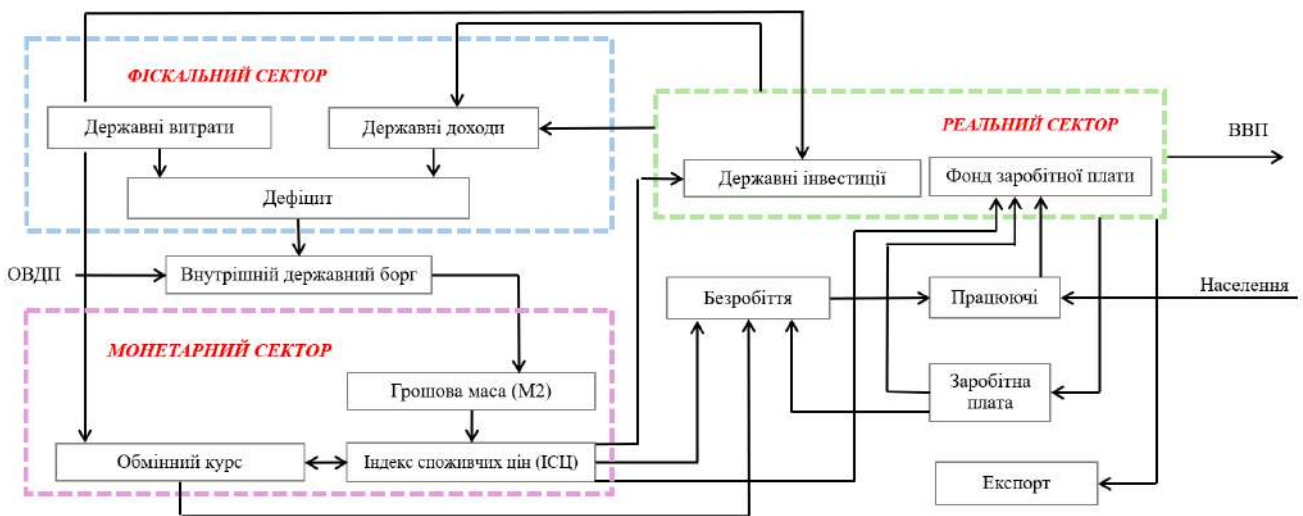
Велике значення задля погашення боргу мають облігації внутрішніх державних позик (ОВДП). З початку війни, Мінфін почав опубліковувати військові облігації, що являють собою інвестиційний інструмент підтримки державного бюджету, доступний для громадян, бізнесу та іноземних інвесторів. Отримані кошти використовуються для безперебійного забезпечення фінансових потреб держави в умовах воєнного стану - соціальні та оборонні. Станом на 1 січня 2025 року, в обігу перебувало 1,711 млн ОВДП (номінальна вартість однієї облігації – 1000 грошових одиниць) [36].

Отже, розглянуті антикризові заходи свідчать про активні дії монетарних та фіскальних органів. Однак необхідним є досягнення належного рівня їх координації для утримання макроекономічної рівноваги в умовах війни.

## **2.3. Моделювання основних каналів взаємодії монетарної та фіскальної політик**

### **2.3.1. Побудова теоретичної моделі взаємодії монетарної та фіскальної політик**

На основі проведеного статистичного аналізу механізмів монетарної та фіскальної політики в Україні, автором було побудовано узагальнену теоретичну модель взаємодії ключових фіскальних, монетарних та макроекономічних змінних у контексті воєнного стану в Україні (див. Рис. 2.8). Модель має на меті систематизувати та схематично відобразити основні канали впливу фінансової політики на реальний сектор економіки, а саме на динаміку ВВП, зайнятість, цінову стабільність та зовнішньоекономічну рівновагу [57, с. 4].



**Рис. 2.8. Теоретична модель взаємодії монетарної та фіскальної політик**  
Джерело: створено автором на основі [57, с. 4].

Як відображено на рисунку 2.8, в сучасних умовах фіскальна та монетарна політика України функціонують у тісному взаємозв'язку, утворюючи складну макроекономічну систему, де вплив кожної з них має прямі та зворотні наслідки для загального економічного стану. Змінні моделі структуровано за трьома основними секторами: монетарним, фіскальним і реальним. Нижче наведено детальніший аналіз взаємозв'язків, представлених у моделі.

**Фіскальний сектор.** Фіскальна політика реалізується через механізми державних доходів і державних видатків, що формують бюджетний дефіцит у разі перевищення видатків над доходами. Для фінансування дефіциту держава вдається до випуску ОВДП, що, у свою чергу, спричиняє зростання внутрішнього державного боргу. Через державні інвестиції фіскальні ресурси безпосередньо

впливають на ВВП. Крім того, обмінний курс НБУ залежить від рівня державних витрат [13, с. 148].

**Монетарний сектор.** Монетарна політика реалізується через регулювання грошової маси, яка формується за участю внутрішнього боргу та грошово-кредитних операцій НБУ. Грошова маса впливає на обмінний курс і індекс споживчих цін, що є ключовими каналами трансмісії монетарної політики в реальний сектор. Через рівень інфляції та курсову стабільність формується макроекономічна довіра, що впливає на інвестиційну активність, зайнятість та заробітну плату населення. Рівень інфляції та курсової стабільності визначає формування макроекономічної довіри, яка, своєю чергою, впливає на інвестиційну активність, зайнятість і рівень заробітної плати населення [13, с. 148]. Водночас, важливо зауважити, що монетарна політика не чинить прямого впливу на фіскальну політику, а здійснює лише опосередкований вплив через зміну умов державного інвестування.

**Реальний сектор.** Реальний сектор представлений через компоненти державних інвестицій і фонду заробітної плати, що безпосередньо формують валовий внутрішній продукт (ВВП). Ринок праці реагує на інтенсивність інвестицій і фіскальних стимулів: зростання ВВП веде до скорочення безробіття, зростання зайнятості та заробітної плати [50, с. 102]. Це, у свою чергу, підвищує експортний потенціал, впливає на платіжний баланс та формує фіскальні надходження, замикаючи цикл взаємозв'язків.

Особливість моделі полягає в її адаптації до умов воєнного стану. Зовнішні шоки (війна, міжнародна допомога, девальвація, зміна облікової ставки) порушують звичні канали взаємодії та вимагають гнучкої реакції з боку як фіскальної, так і монетарної політики. Фіскальна експансія, підтримана зовнішнім фінансуванням, стимулює ВВП, тоді як монетарні заходи спрямовані на стримування інфляції та стабілізацію валютного ринку. Проте без чіткої координації фіскальної та монетарної політики виникає ризик фіскального домінування - ситуації, коли потреби бюджету диктують грошово-кредитну політику. Це створює небезпеку інфляційної спіралі, послаблює довіру до

центрального банку, ускладнює макроекономічне планування та підриває потенціал для стійкого зростання [50, с. 94].

### **2.3.2. Аналіз взаємодії монетарної та фіскальної політик за допомогою VAR-моделі: оцінка за 2014–2024 роки**

Аналіз теоретичної моделі та статистичних даних в попередніх розділах виявив суперечності щодо розділення монетарних та фіскальних повноважень для досягнення оптимальних макроекономічних показників в Україні, особливо під час воєнного стану. Для поглибленого кількісного аналізу сили та характеру взаємодії між каналами досліджуваних політик було застосовано векторну авторегресійну модель (VAR). Це класичний тип економетричних моделей, які здатні відобразити динаміку економічної системи та її реакцію на дію шоків у короткостроковій та довгостроковій перспективі. Ці моделі являють собою систему рівнянь, що описує взаємозв'язки між показниками та їхніми лаговими значеннями [50, с. 127].

Отже, автором було створено VAR-модель, використовуючи програмне забезпечення EViews. За допомогою VAR-моделі проведено часову оцінку впливу імпульсів інструментів монетарної та фіскальної політики на реальну економіку та одні на одних, а також силу й напрямок цих взаємозв'язків [50, с. 130].

Авторська гіпотеза при побудові VAR-моделі полягає в тому, що в умовах війни взаємодія між політиками є слабкою: фіскальна політика стає домінуючим механізмом довгострокового впливу, в той час як інструменти монетарного регулювання демонструють автономність через незалежність в діях НБУ. Використання VAR-моделі дозволяє емпірично перевірити цю гіпотезу шляхом аналізу причинно-наслідкових зв'язків, функцій імпульсних реакцій та дисперсійної декомпозиції прогнозованої похибки.

У дослідженні було використано п'ять змінних: реальний ВВП (`real_GDP`), дефіцит державного бюджету (`budget_deficit`), облікова ставка НБУ (`nbu_rate`), обмінний курс гривні до долара США (`fx_rate`). З метою послаблення структурного

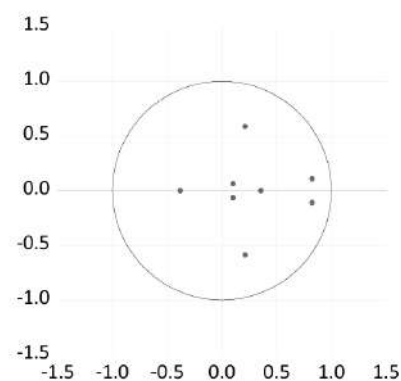
шоку через повномасштабне вторгнення, до початкової VAR-моделі було включено екзогенну даммі змінну війни ( $dum\_war$ ). Також проведено процедуру приведення ряду до стаціонарного вигляду за допомогою диференціації, тобто застосування операції перших різниць.

Для побудови VAR-моделі було зібрано щоквартальні дані на період з 2014 до 2024 року, що охоплюють довоєнний та воєнний періоди (див. Додаток Б). Загальний часовий інтервал у 10 років забезпечило достатню кількість спостережень (42 спостереження) для статистичної значущості моделі.

Перед застосуванням VAR-моделі, було виконано попередню оцінку її придатності для аналізу. Зокрема, проведено тест на стабільність моделі, тест на визначення оптимальної кількості лагів, тест на серійну автокореляцію залишків, тест на нормальність розподілу залишків. Автором визначено, що при виявленні автокореляції залишків і незначного відхилення від нормального розподілу, модель вважатиметься аналітично придатною. Це обґрунтовується обмеженим обсягом вибірки даних та нестабільністю даних через вплив воєнних шоків. Після доведення відповідності моделі базовий гіпотезі, було проведено основні структурні тести: тест на причинність за Грейнджером, аналіз функцій імпульсних реакцій та декомпозиція дисперсії прогнозованої помилки. Детальніше опит кожного етапу представлено нижче.

**Тест на стабільність моделі (Inverse Roots of AR Polynomial).** На першому етапі перевірено стабільність моделі за допомогою графіка обернених коренів характеристичного полінома (див. Рис. 2.9). Усі корені знаходяться всередині кола, що підтверджує динамічну стабільність моделі та дозволяє її подальший аналіз.

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



**Рис. 2.9. Тест на стабільність VAR-моделі (Inverse Roots of AR Polynomial)**

Джерело: створено автором в EViews.

**Тест на визначення оптимальної кількості лагів (VAR Lag Order Selection Criteria).** При проведенні тесту було використано стандартні критерії Akaike (AIC), за результатами якого оптимальна кількість лагів становить – 6 лагів (див. Додаток В). Проте, враховуючи обмежений обсяг вибірки, нестабільність даних через воєнні шоки, а також необхідність уникнення перенавантаження моделі, було прийнято рішення застосовувати VAR-модель з 2 лагами. Такий підхід дозволив зберегти надійність подальших тестів.

**Тест на серійну автокореляцію залишків (VAR Residual Serial Correlation LM-test).** Результати тесту показали наявність автокореляції залишків на 1-му та 2-му лагах ( $p\text{-value} = 0.0088$  та  $0.0375$  відповідно), а також високий рівень статистичної значущості при кумулятивному тестуванні ( $p\text{-value} < 0.001$ ) (див. Додаток Г). Отже, гіпотезу про відсутність автокореляції залишків була відхиленою. Незважаючи на результат тесту, модель визначено придатною для аналізу через обмежену вибірку та воєнні шоки.

**Тест на нормальність розподілу залишків (Normality Test).** Для перевірки припущення про нормальний розподіл залишків було використано тест Doornik–Hansen (див. Додаток Д). Результати демонструють відхилення від нормального розподілу залишків ( $p\text{-value} < 0.05$ ). Таке порушення є не критичним через структурні розриви після 2022 року.

З метою адаптації результатів аналізу моделі до воєнного шоку, було додано даммі змінну війни ( $dum\_war$ ). На основі якої, побудовану модель можна вважати адекватною. На наступному етапі було проведено ряд тестів для визначення взаємозв'язків змінних монетарної та фіскальної політик.

**Тест на причинність за Грейнджером (VAR Granger Causality Test).** Метою тесту є перевірка причинно-наслідкових залежностей між змінними монетарної та фіскальної політик. За умови якщо  $p\text{-value} < 0.05$ , то такий зв'язок існує. Результати свідчать про асиметричну та обмежену взаємодію між інструментами політик (див. Додаток Ж). Зокрема, реальний ВВП найбільше реагує на валютний курс ( $p\text{-value} =$

0.0032). Монетарна політика, а саме облікова ставка та валютний курс, поводяться автономно та не мають сильних залежностей від інших змінних. Фіскальна політика демонструє значну реакцію на стан економіки ( $p\text{-value} = 0.0011$ ), обмежену на валютний курс ( $p\text{-value} = 0.3172$ ), та не реагує на облікову ставку НБУ.

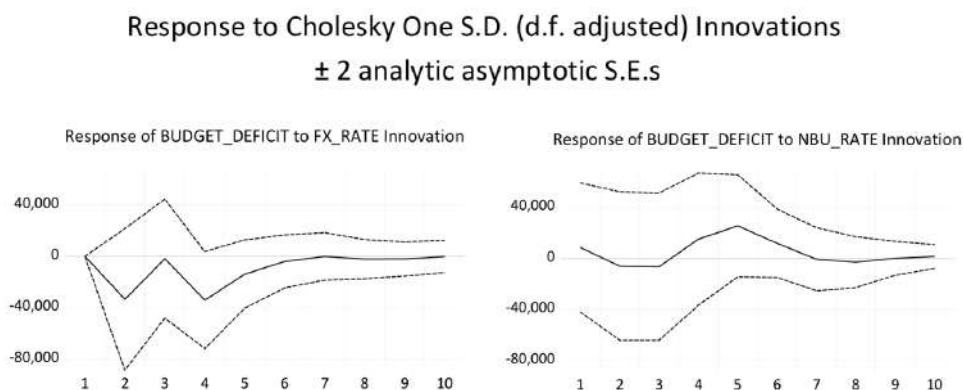
Таким чином, виявлено низький рівень координації між діями монетарних та фіскальних регуляторів в Україні з 2014 до 2024 року. Доведено виражену залежність показників бюджету від економічної динаміки та ізоляцію рішень НБУ.

**Аналіз функцій імпульсних реакцій (Impulse Response Functions).** Завдяки цьому тесту оцінено ефекти шоків монетарної політики на фіскальну та навпаки. Автором побудовано дві групи імпульсних характеристик:

- вплив шоків монетарної політики на фіскальну ( $\text{nbu\_rate, fx\_rate} \rightarrow \text{budget\_deficit}$ );
- вплив шоків фіскальної політики на монетарну ( $\text{budget\_deficit} \rightarrow \text{nbu\_rate, fx\_rate}$ ).

На рисунку 2.10 зображено імпульсні реакції бюджетного дефіциту на монетарні шоки. Як результат, реакція на зміну валютного курсу є статистично значуща в короткостроковому періоді: на 2–4 кварталах спостерігається різке зниження дефіциту бюджету, після чого він стабілізується. Водночас, початкова реакція на зміну облікової ставки НБУ є незначною, проте на 4–5 кварталі дефіцит бюджету зростає, що свідчить про середньострокову реакцію фіскальної політики.

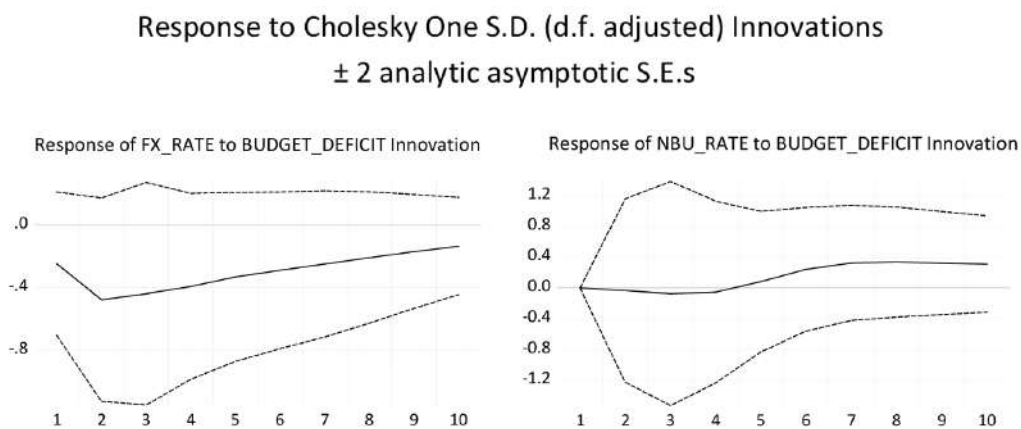
З економічної точки зору, девальвація валютного курсу миттєво скорочує фіскальні можливості уряду через зменшення імпорتنих надходжень та посилення валютного тиску на бюджетні видатки. Натомість ріст облікової ставки лише з часом призводить до збільшення вартості обслуговування державного боргу та зменшення податкових надходжень.



**Рис. 2.10. Вплив шоків монетарної політики на фінансову**  
Джерело: створено автором в EViews.

На рисунку 2.11 зображено відповідь монетарної політики на фінансові шоки. Шок бюджетного дефіциту викликає короткострокове зміцнення курсу гривні: зменшення значення  $fx\_rate$  в перші 3 періоди, з подальшим повільним поверненням до рівноваги. Водночас облікова ставка НБУ лише з 5 періоду демонструє стійке зростання ставки до рівня 0.3–0.4, тому реакція НБУ не є статистично значущою на жодному періоді.

З позиції економіки, зростання дефіциту несподівано спричиняє зміцнення гривні, що може пояснюватися надходженням зовнішнього фінансування або валютними інтервенціями НБУ. Така реакція є характерною для умов війни - коли міжнародна допомога компенсує дефіцит і підтримує валюту. Водночас, через пріоритет цінової стабільності, ставка НБУ поступово підвищується, незалежно від фінансових дій.

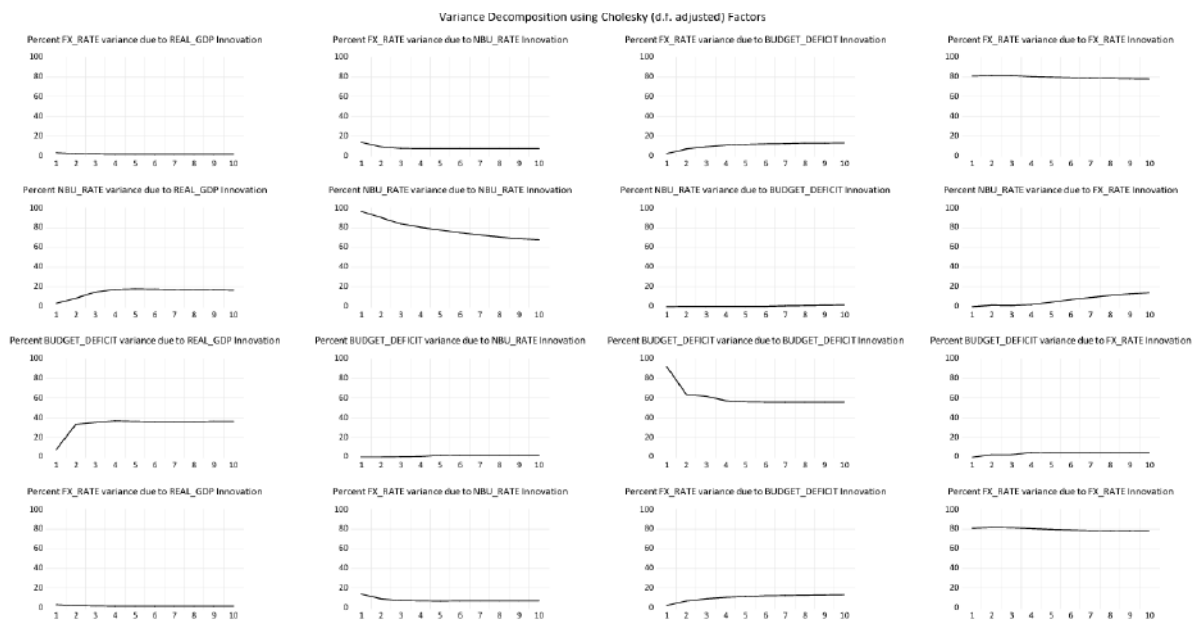


**Рис. 2.11. Вплив шоків фінансової політики на монетарну**  
Джерело: створено автором в EViews.

### Декомпозиція дисперсії прогнозованої помилки (Variance Decomposition).

Тест було проведено на основі Cholesky-декомпозиції, що показує яка частка коливань однієї змінної пояснюється іншими. На рисунку 2.12 автору вдалося оцінити взаємовплив змінних фінансової та монетарної політик та динаміки реального ВВП. На основі дослідження зроблено наступні висновки:

- Реальний ВВП демонструє відносно високий вплив на облікову ставку НБУ та дефіцит бюджету в середньостроковому періоді з подальшою стабілізацією.
- Облікова ставка НБУ має незначну залежність від динаміки економіки та валютного курсу та не зважає на дефіцит бюджету.
- Валютний курс є відносно незалежним, з часом він лише реагує на вплив фіскальних шоків.
- Бюджетний дефіцит є однією з найбільш чутливих змінних до реального ВВП, проте майже не реагує на монетарні чинники.



**Рис. 2.12. Декомпозиція дисперсії прогнозованої помилки**  
Джерело: створено автором в EViews.

Отже, декомпозиція дисперсії вказує на обмежену, але присутню взаємодію між політиками, особливо в середньостроковому горизонті, що важливо для розробки стратегії координації політик у воєнний та післявоєнний періоди.

За результатами всіх тестів VAR-моделі, проведених для аналізу взаємовпливу фіскальної та монетарної політики України у період 2014–2024 рр., виявлено асиметричну та обмежену взаємодію між ключовими інструментами політики. Обидві політики діють переважно автономно, з окремими епізодами часткової взаємодії. Така нескоординованість знижує ефективність макроекономічного управління, особливо в умовах війни. Виявлені тенденції будуть використані

автором для формування рекомендацій щодо координації інструментів обох політик в Розділі 3.

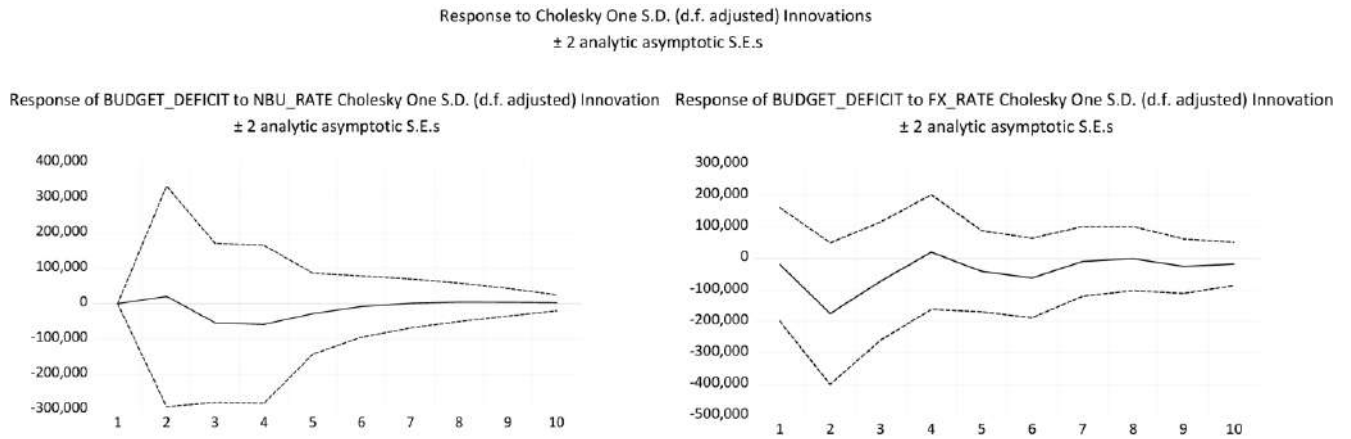
### **2.3.3. Імпульсні шоки в двозмінних VAR-моделях під час воєнного стану**

З початком повномасштабної війни в Україні макроекономічне середовище та структурна взаємодія між фіскальною та монетарною політикою зазнали суттєвих змін, що потребує окремого дослідження періоду після 2022 року. Обмеженість кількості спостережень (12 щоквартальних спостережень з 2022 по 2024 рік) унеможливорює побудову повноцінної багатозмінної VAR-моделі, тому автором вирішено побудувати набір двозмінних (парних) VAR-моделей.

У цьому підрозділі здійснено оцінку імпульсних відгуків (Impulse Response Functions) для пар змінних, що мають критичне значення для координації монетарної та фіскальної політики. Зокрема, досліджується реальний ВВП (`real_GDP`), бюджетний дефіцит (`budget_deficit`), облікова ставка НБУ (`nbu_rate`) та валютний курс (`fx_rate`). Додатково для воєнного періоду додана міжнародна допомога (`int_aid`), яка є важливою для підтримки економіки. За допомогою даммі змінної війни (`dum_war`), дані було профільтровано на період дії воєнного стану.

Автором доведено, що всі моделі є адекватними, зберігають економетричну стабільність та є придатними для аналізу. Оптимальним визнано використання двох лагів, через обмежену вибірку. До аналізу були включені наступні пари змінних, кожна з яких відображає один із критичних напрямів політичної взаємодії в умовах війни:

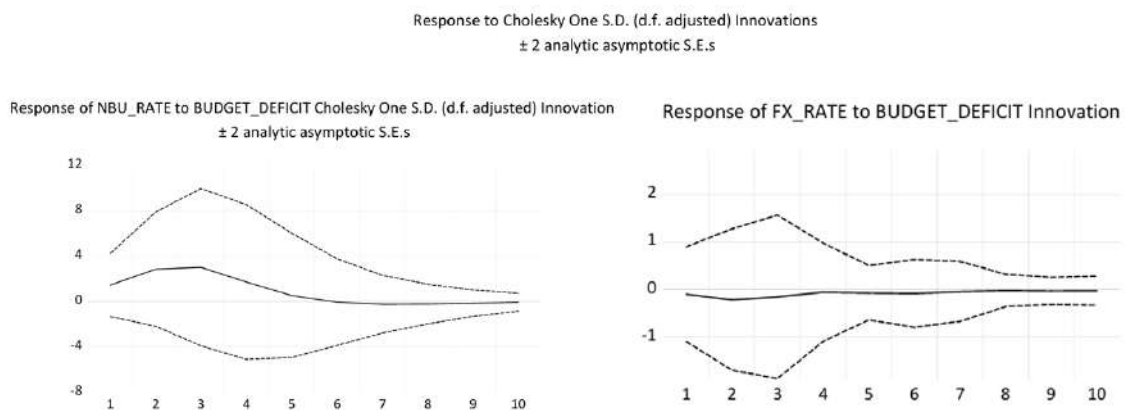
- **Вплив шоків монетарної політики на фіскальну під час воєнного стану:**  
`nbu_rate` → `budget_deficit`, `fx_rate` → `budget_deficit` (див. Рис. 2.13).



**Рис. 2.13. Вплив шоків монетарної політики на фінансову під час війни**  
Джерело: створено автором в EViews.

Рисунок 2.13 ілюструє імпульсні реакції бюджетного дефіциту на шоки монетарної політики в умовах воєнного стану. У відповідь на зміну облікової ставки НБУ спостерігається незначне поглиблення дефіциту протягом 2–4 періодів, із подальшим відновленням, що вказує на помірну статистичну значущість. У той час як реакція на шок валютного курсу є більш вираженою: бюджетний дефіцит миттєво знижується, досягаючи мінімуму на 2–3 кварталі, після чого поступово зростає. Отримані результати свідчать про більшу чутливість фінансової політики до коливань валютного курсу порівняно з обліковою ставкою в умовах війни.

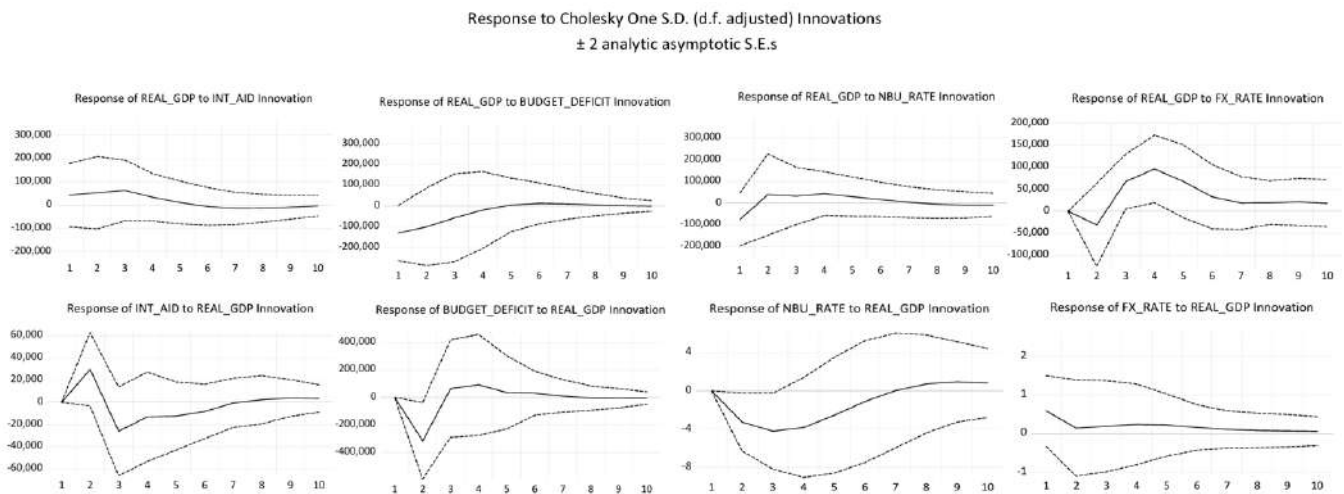
- **Вплив шоків фінансової політики на монетарну під час воєнного стану:**  
 $\text{budget\_deficit} \rightarrow \text{nbu\_rate}$ ,  $\text{budget\_deficit} \rightarrow \text{fx\_rate}$  (див. Рис. 2.14).



**Рис. 2.14. Вплив шоків фінансової політики на монетарну під час війни**  
Джерело: створено автором в EViews.

Рисунок 2.14 демонструє реакцію інструментів монетарної політики на шоки з боку фіскальної політики під час воєнного стану. Облікової ставки НБУ у перші 3–5 періоди ставка зростає у відповідь на несподіване збільшення бюджетного дефіциту, що свідчить про середньострокову реакцію монетарного регулятора. Водночас, обмінний курс демонструє несуттєве відхилення від нульового рівня є статистично несуттєвими. Така тенденція є протилежною до результатів повнофакторної VAR-моделі (див. Розділ 2.3). В умовах війни облікова ставка частково реагує на фіскальні дисбаланси, тоді як валютний курс залишається відносно стабільним, завдяки зовнішній підтримці та активним інтервенціям НБУ.

• **Вплив міжнародної допомоги, монетарних та фіскальних шоків на загальний стан економіки та навпаки під час воєнного стану:  $int\_aid \leftrightarrow real\_GDP$ ,  $budget\_deficit \leftrightarrow real\_GDP$ ,  $nbu\_rate \leftrightarrow real\_GDP$ ,  $fx\_rate \leftrightarrow real\_GDP$**  (див. Рис. 2.15).



**Рис. 2.15. Вплив міжнародної допомоги, монетарних та фіскальних шоків на загальний стан економіки та навпаки під час війни**

Джерело: створено автором в EViews.

Рисунок 2.15 ілюструє двосторонні імпульсні реакції між реальним ВВП та ключовими індикаторами монетарної, фіскальної політики й міжнародної допомоги в умовах воєнного стану. У відповідь на шоки міжнародної допомоги, бюджетного дефіциту, облікової ставки НБУ та обмінного курсу, ВВП демонструє позитивну реакцію протягом перших 3–5 періодів з подальшим поступовим поверненням до рівноваги. Найбільш виражену реакцію спостерігаємо на шоки  $int\_aid$  та

budget\_deficit - економіка швидко реагує на отримання фінансової підтримки або збільшення дефіциту. Водночас ВВП слабо реагує на підвищення облікової ставки та коливання валютного курсу. У зворотному напрямі, шок з боку реального ВВП спричиняє різке коливання міжнародної допомоги, зростання бюджетного дефіциту в перші два періоди, а також помірне зниження ставки НБУ. Реакція валютного курсу залишається слабо вираженою.

Отже, результати змодельованих імпульсних реакції парних VAR-моделей свідчать про те, що у воєнних умовах фіскальні стимули та зовнішня допомога мають найбільш виражений та швидкий вплив на відновлення економіки, тоді як монетарні інструменти відіграють переважно стабілізаційну роль та демонструють стримуючий вплив на стан економіки.

#### **2.4. Основні проблеми взаємодії суб'єктів монетарної та фіскальної політики в Україні під час воєнного стану**

Проблеми координації політик мають глибоке теоретичне підґрунтя, зумовлене відмінностями у їхній природі та функціональному призначенні, а в умовах воєнного шоку вони загострились через відсутність належної синхронізації заходів на практиці.

Економічна теорія, досліджена автором у розділі 1, стверджує, що за своєю сутністю монетарна політика орієнтується на стабільності цін та контроль інфляції. У свою чергу, фіскальна політика фокусується на перерозподілі ресурсів, стимулюючи зайнятості та виробництво. Проте обидві політики визначають економічне зростання як кінцеву ціль.

У попередніх пунктах цього розділу, автором продемонстровано нескоординованість дій НБУ та Уряду в умовах воєнного стану, що миттєво відображається на макроекономічних показниках через підвищену вразливість економіки та дію зовнішніх воєнних факторів. На основі цього, в роботі виділено

головні проблеми узгодженості політик, їх приклади та наслідки для загального стану економіки (див. Табл. 2.4).

Таблиця 2.4.

## Проблеми координації монетарної та фіскальної політик в Україні

Монетарні заходи	Фіскальні заходи
<b>Проблема 1. Протириччя у стратегічних цілях</b>	
Цілі: цінова стабільність, контроль інфляції, оптимальний рівень грошової маси, підтримка ліквідності банків.	Цілі: збільшення витрат на оборону, забезпечення соціальної підтримки, зниження податкового тиску.
<p><b>Приклад 1.</b> Уряд у 2022 році збільшив видатки на оборону, що спричинило інфляцію (на шкоду НБУ). Як наслідок, НБУ підвищив облікову ставку з 10% до 25% у червні того ж року, що посилило вартість державних запозичень (на шкоду Уряду).</p>	
<b>Наслідок 1.</b> Дисбаланс між контролем інфляції та бюджетною експансією.	
<b>Проблема 2. Відмінність часових горизонтів дій</b>	
Монетарна політика спрямована на досягнення короткострокових результатів, зокрема оперативного реагування на інфляційні ризики.	Дії фіскальної політики реалізують довгострокові завдання, які пов'язані з розподілом ресурсів.
<p><b>Приклад 2.</b> НБУ у 2022 році перейшов до фіксованого курсу та обмежив рух капіталу. Тим часом Уряд активно залучав зовнішнє фінансування та продавав військові ОВДП.</p>	
<p><b>Наслідок 2.</b> Фіксація обмінного курсу штучно стримувала знецінення гривні, але ускладнювала реалістичне планування валютних надходжень до бюджету та виплат за зовнішніми зобов'язаннями.</p>	
<b>Проблема 3. Спроби НБУ врятувати Уряд</b>	
Монетарна політика вдається до дій, які шкодять її інтересам з метою врятувати Уряд.	Уряду не бере до уваги вплив на інфляцію та інші монетарні показники при плануванні своєї політики.
<p><b>Приклад 3.</b> Монетарне фінансування бюджету у 2022 році (коли НБУ намагався задовільнити цілі Мінфіну) підвищило інфляції до 26,6%, що порушило цілі монетарної політики.</p>	
<p><b>Наслідок 3.</b> Порушення основних орієнтирів монетарної політики (контроль інфляції, стабільність гривні) призвело до втрати прогнозованості фінансової системи.</p>	
<b>Проблема 4. Використання несумісних інструментів політик</b>	
Монетарна політика має орієнтуватись на забезпечення цінової стабільності, а не фінансування дефіциту бюджету.	Фіскальна політика України була орієнтована на активне залучення внутрішнього фінансування.
<p><b>Приклад 4.</b> Уряд від 2022 року розширював пропозицію ОВДП, залучаючи банківську ліквідність. Тим часом НБУ надавав рефінансування та дозволив зараховувати ОВДП до обов'язкових резервів.</p>	
<p><b>Наслідок 4.</b> Виник ризик фіскального домінування над монетарною політикою, оскільки залежність державного бюджету від внутрішнього банківського фінансування почала обмежувати свободу дій НБУ</p>	

## Продовження Таблиця 2.4.

<b>Проблема 5. Неврахування цілей НБУ при дії фіскальної політики</b>	
Монетарна політика не орієнтована на фінансування дефіциту бюджету.	Податкова лібералізація створює додаткову потребу в фінансуванні дефіциту бюджету.
<b>Приклад 5.</b> У березні 2022 року Уряд запровадив заходи податкової лібералізації для підтримки бізнесу: податок на прибуток і ПДВ було замінено 2% податком з обігу, що підвищило дефіцит бюджету. НБУ був змушений підвищити облікову ставку і запровадити обмеження на валютному ринку.	
<b>Наслідок 5:</b> Умови податкової лібералізації не були скоординовані із монетарними заходами, що ускладнило завдання НБУ контролювати інфляційні процеси.	

<b>Проблема 6. Неузгодженість фіксації курсу гривні та фіскальних очікувань</b>	
Жорстка фіксація обмінного курсу необхідна для стримування інфляції.	Розрахунок на стабільні надходження від імпорту та митних платежів.
<b>Приклад 6.</b> В лютому 2022 року зафіксовано курс 29,25 грн/дол, у липні його підвищено до 36,6 грн/дол. Експортна виручка підприємств знизилася через втрату конкурентних переваг, що негативно вплинуло на валютні надходження і доходи від зовнішньоекономічної діяльності.	
<b>Наслідок 6.</b> Фіксація курсу гривні без урахування торговельних реалій призвела до скорочення експорту та погіршення платіжного балансу.	

<b>Проблема 7. Неузгодженість між накопиченням резервів та витратами</b>	
НБУ накопичує міжнародні резерви для валютної стабільності та підвищення довіри до банківської системи.	Видатки Уряду значно збільшились через фінансування оборонних, соціальних та гуманітарних потреб.
<b>Приклад 7.</b> У 2024 році НБУ накопичило рекордну кількість міжнародних резервів (43,8 млрд грн). Водночас зростання державних видатків Уряду становило 24% ВВП, що створювало додатковий внутрішній попит і тиск на інфляційні процеси.	
<b>Наслідок 7.</b> Розбалансованість між збереженням зовнішньої фінансової стійкості через резерви і внутрішнім інфляційним тиском через фіскальну експансію.	

Джерело: створено автором на основі [4, 33, 10, 20, 31, 40, 55, 9, 44].

Виходячи з таблиці 2.4, ключовою проблемою взаємодії політик є відсутність цілісної стратегії скоординованого антикризового управління, де монетарні та фіскальні заходи мали би взаємодоповнювати, а не нейтралізувати один одного. Пріоритет фіскальної експансії у відповідь на воєнні виклики обмежував можливості монетарної політики контролювати інфляційні процеси [4, с. 156]. Шляхи подолання виявлених проблем розглянуто в наступному розділі.

## Висновки до Розділу 2

Повномасштабна війна у 2022 році призвела до глибокої економічної кризи: інфляція, боргове навантаження та проблеми на ринку праці. НБУ та Уряд застосували широкий спектр антикризових інструментів: фіксацію обмінного курсу та облікової ставки, гнучке інфляційне таргетування, а також збільшення видатків на оборону, зміну податкового режиму та залучення міжнародної допомоги.

Побудована теоретична модель взаємодії монетарної та фіскальної політик України систематизувала основні канали впливу державних фінансів і грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки. Результати VAR-моделювання та аналіз імпульсних реакцій підтвердили наявність низького рівня координації між двома політиками. Проведений аналіз показав, що у воєнний період основний вплив на економіку мають фіскальні стимули та зовнішня допомога, тоді як роль монетарної політики є переважно стабілізаційною.

Досліджено основні проблеми координації монетарної та фіскальної політики України в умовах воєнного стану, що виявили значні протиріччя між стратегічними цілями НБУ та Уряду, відмінність часових горизонтів дій, використання несумісних інструментів та недостатнє врахування інтересів один одного, що призводило до серйозних макроекономічних дисбалансів. Отже, для забезпечення макроекономічної стабільності у воєнний та повоєнний періоди Україні необхідна системна гармонізація цілей, інструментів і часових пріоритетів фіскальної та монетарної політик.

### **РОЗДІЛ 3. НАПЯМИ УЗГОДЖЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИК УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ**

#### **3.1. Міжнародний досвід координації монетарної та фінансової політик в умовах війни: приклади США, Німеччини, Хорватії та Греції**

Український досвід після 2022 року яскраво ілюструє складність балансування між завданнями монетарної та фінансової політик. У цьому пункті досліджено міжнародний досвід воєнної та повоєнної координації фінансової та монетарної політик у таких країнах як США, Німеччина, Хорватія та Греція. Кожен із кейсів є унікальним за своїми передумовами, масштабом наслідків воєнних дій, рівнем розвитку фінансових регуляторів, рівнем міжнародної допомоги. Проте всі зазначені країни проходили через військові кризи, тому на їх основі здійснено порівняльний аналіз та виокремлено головні рекомендації для України.

Першим прикладом є США після Другої світової війни (1939-1951 рр.). Починаючи з 1942 року Федеральна резервна система ФРС була відповідальна за підтримку фіксованої дохідності державних облігацій з метою забезпечення обслуговування воєнного боргу [69]. ФРС скуповувала облігації, підриваючи грошову базу (+149% за 1939–1948), що спричинило монетизацію боргу. Отже, ФРС діяла як фінансове відомство Казначейства та втратила свою незалежність над фінансовою політикою [68].

У 1946 році, спостерігався раптовий підрив інфляції через скасування контролю над цінами, що спричинило суперечки щодо доцільності ФРС прив'язки ставки. У 1950 році Корейська війна посилила таке протистояння, адже Мінфін вимагав утримання ставок з метою дохідності, а ФРС розуміло загрозу емісії через неконтрольовану інфляцію [69].

Розв'язкою конфлікту стала підписана Угода між Казначейством та ФРС (Treasury–Fed Accord) у 1951 році, у якій ФРС відмовився від підтримки дохідності шляхом прямого фінансування. Як наслідок, ФРС більше не зобов'язана викуповувати облігації для штучного утримання ставок [69, 68].

Також було проаналізовано приклад Німеччини (1945–1950 рр.), який поєднав радикальну лібералізацію, соціально орієнтований державний підхід та незалежність монетарної гілки. Після закінчення Другої світової війни, країна перебувала в стані повної економічної кризи: грошова маса перевищувала рівень товарного забезпечення через інфляцію, а рейхсмарка (чинна валюта) остаточно втратила довіру населення [61].

Підґрунтям до змін стали ідеї Вальтера Ойкена, що поєднували економічну свободу з державним регулюванням. У червні 1948 року, Людвіг Ерхард провів грошову реформу, запровадивши нову валюту – німецьку марку (вона замінила рейхсмарки в пропорції 10:1) та значно скоротивши грошову масу [63]. Того ж дня було скасовано контроль над цінами та заробітними платами. Попри початкову критику, такі монетарні заходи призвели до швидкого відновлення виробництва та обміну товарами, а також боротьбі з чорним ринком.

Паралельно здійснювалась стимулююча фіскальна політика: зниження податків для стимулювання підприємництва та обмежене використання державних витрат на соціальні програми та відбудову інфраструктури. Отже, фіскальна політика була стимулятором та не мала на меті фінансового тиску. Країна також отримала міжнародну допомогу в межах Плану Маршалла, проте вона займала менше 5% від національного доходу, що говорить про її підтримуючу роль.

У 1948–1951 роках ВВП країни зростав у середньому на 8% щорічно, економіка фактично вийшла з повоєнної кризи. У 1957 році створено Бундесбанк, незалежний центральний банк з правом забезпечувати стабільність цін [63]. Це стало кроком запровадження інституційно незалежної монетарної політики.

Отже, досвід Німеччини демонструє ефективність радикальної лібералізації, поєднаної з соціально орієнтованим державним підходом та незалежною монетарною політикою.

Було доречно також проаналізувати післявоєнне відновлення Хорватії (1994–1999 рр.), який дає цінний приклад для аналізу наслідків невдалої координації монетарної та фіскальної політик з погляду на впровадження структурних реформ.

У 1994 році в Хорватії було зафіксовано профіцит бюджету на рівні 1,6% ВВП завдяки початку реформ у сфері податкової політики. Центральний банк Хорватії, після отримання юридичної незалежності, запровадив обмеження на пряме кредитування уряду (не більше 5% бюджетних витрат), що стало основою стійкості [67, с. 14].

Військова кампанія 1995 року спричинила різке зростання бюджетних витрат (на інфраструктуру, зарплати, пенсії), що призвело до фіскального дефіциту на рівні 0,9% ВВП. Відношення державних видатків до ВВП зросло на 4,3% [67, с. 20]. Фіскальні витрати втратили гнучкість та не враховували реальних темпів зростання економіки.

У 1997 році уряд зробив ставку на зовнішнє фінансування, через що середньорічний приріст зовнішнього боргу становив 0,9% від ВВП. Частка внутрішнього державного боргу в портфелях банків зменшилась із 42% у 1993 році до 16,1% у 1998 році, що призвело до ефекту витіснення приватного інвестування. Це означало посилення залежності від іноземного капіталу, що вразливе до зовнішніх шоків.

Запровадження ПДВ з 1998 року принесло несподівано високі доходи до бюджету (зростання доходів на 4,7% ВВП). Однак замість зниження податкового навантаження, уряд збільшив видатки бюджету, що створило ілюзію багатства. Уряд втратив здатність адаптувати фіскальну політику до економічного циклу, що свідчило про відсутність ефективної координації з монетарними діями [67, с. 21].

У 1999 році фіскальна експансія, яка мала компенсувати рецесію, зазнала невдачі. Очікуване зростання ВВП на 5% не реалізувалося (через зниження активності та військову кампанію НАТО в Югославії) [67, с. 22]. Уряд продовжував витрачати за попередніми планами, що призвело до дефіциту, девальвації валюти та втрати довіри. Центральний банк в свою чергу зберіг незалежність і не допустив інфляційного фінансування, що врятувало довгострокову довіру до монетарної політики.

Наступним дослідженим прикладом є Греція (1949-1974 рр.), яка демонструє складну та довготривалу еволюцію координації монетарної та фіскальної політик.

Після завершення громадянської війни у 1949 р., Греція розпочала період відбудови, тодішня монетарна політика базувалась на фіксованому валютному курсі драхми (національна грошова одиниця, а також обмеженій грошовій емісії, що забезпечило низьку інфляцію на рівні 5,5% [60, с. 20].

Тим часом, фіскальна політика дотримувалась збалансованого бюджету, контролюючи державні видатки в середньому на рівні 18,8% ВВП, при цьому дефіцит бюджету не перевищував 0,04% ВВП [60, с. 35]. Також функціонувала система п'ятирічного планування, де стратегічно пріоритети інвестицій визначались державою [60, с. 33].

Після переходу до демократії в 1974 році, представники уряду Греції піддавались політичному тиску, відкладаючи проведення економічних реформ та вдаючись до короткострокових стимулів. Як наслідок, у 1975–1999 рр. темпи зростання ВВП впали до 1,5%, а інфляція зросла до 15% [60, с. 20].

У 1980-х роках Греція переживала високу інфляцію (понад 20% щорічно), яка жила монетарним фінансуванням бюджетного дефіциту, індексацією зарплат та девальвацією драхми через відсутність інституційної незалежності Банку Греції [60, с. 40]. Водночас державна витрати зросли до 31,2% ВВП, а дефіцит бюджету сягнув 7,7% ВВП. Державний борг зріс до 58,6% ВВП. Цікавим є те, що саме в роки виборів спостерігалось поглиблення дефіциту через передвиборчі стимулювання [60, с. 36, 39].

Лише після 1991 року розпочались економічні реформи, як передумова вступу до Єврозони у 2001 році. Спостерігалось поступове обмеження монетарного фінансування, посилення незалежності Банку Греції у 1997 році, жорстка курсова політика. Такі дії дозволили знизити інфляцію з 19,5% у 1991 році до 2,6% у 1999 році, а відсотки за держоблігаціями впали з 23,9% до 6,3% [60, с. 42].

Всупереч очікуванням, приєднання до Єврозони погіршило стан Греції: втрата механізму девальвації для корекції дисбалансу, збільшення внутрішніх витрат. Після запровадження суворої фіскальної політики в рамках програм МВФ після 2010 року, відбулось суттєве скорочення ВВП і зростання боргового тиску [60, с. 24, 43].

Як висновок, кожна з розглянутих країн надає цінні інституційні уроки для України щодо координації фіскальної та монетарної політики в умовах війни та построго відновлення. США у повоєнний період демонстрували контрольовану монетарну підтримку фіскальних потреб з поступовим відновленням незалежності ФРС, тоді як Німеччина провела радикальну валютну реформу та запровадила незалежний Бундесбанк, що створило фундамент для економічного дива. У Греції навпаки – відсутність інституційної спадковості після 1974 року, політична фрагментація та надмірні фіскальні стимули призвели до боргової кризи. Хорватія, попри незалежність центрального банку, допустила розбалансовану фіскальну політику, що у поєднанні з зовнішньою вразливістю спричинило макрофінансові дисбаланси.

### **3.2. Рекомендації щодо покращення координації між монетарною та фіскальною політиками під час війни та у повоєнний період в Україні**

Координація монетарної та фіскальної політик є визначальним чинником забезпечення макроекономічної стабільності, особливо в умовах війни та подальшого економічного відновлення [33, с. 227]. Дослідження сучасного українського досвіду, VAR-моделювання та аналіз міжнародних практик свідчать, що відсутність узгоджених дій між центральним банком і урядом значно ускладнює подолання кризи, підвищує інфляційні ризики та фіскальне навантаження.

Макроекономічні показники в Україні є чутливими не тільки до окремих заходів монетарної або фіскальної політики, а і до умов на фінансовому ринку, створених за рахунок поєднання інструментів центрального банку та уряду [42, с. 124]. Варто зауважити, що ключовим ризиком для економічного відновлення України залишається перебіг та тривалість повномасштабної війни, що посилює потребу узгодженості монетарної та фіскальної політики [38].

На основі проведеного аналізу автором визначено ключові рекомендації для України щодо усунення існуючих проблем у взаємодії монетарної та фіскальної

політики в умовах війни, а також окреслено перспективні напрями вдосконалення механізмів їх узгодження у повоєнний період. Запропоновані заходи мають на меті не лише мінімізувати поточні розбіжності, але й закласти основу для довгострокового економічного зростання та фінансової стабільності. Отже, автором виокремлено головні рекомендації щодо усунення проблем взаємодії політик під час воєнного стану, яка розділено на головні сектори та напрямки, кожен із них детальніше описано нижче.

### **I) Документально закріплена координація між НБУ та Урядом та узгодження їх стратегічних цілей**

Аналіз результатів VAR-моделі (див. Рис. 2.15) свідчить про низьку інтеграцію між монетарною та фіскальною політиками в Україні: монетарна політика діє автономно та переважно виконує стабілізаційну функцію, тоді як фіскальна політика залежить від економічної кон'юнктури.

Відсутність належної взаємодії також підтверджується змістом ключових документів, до яких належать Положення НБУ від 2024 року про «Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу» [38] та звіт Міністерства Фінансів «Інформація про фіскальні ризики та їх вплив на показники державного бюджету у 2025 році» [22]. Обидва документи містять результати діяльності інституцій, однак не передбачають опису механізмів взаємної координації чи спільного стратегічного планування. Узгодженість політик залишається формально не визначеною, тому автором рекомендовано:

- Створити постійно контролюючий орган, який визначатиме механізм формальної координації дій НБУ та Міністерства фінансів, зокрема регулярно узгоджуватиме напрями діяльності інституцій на основі актуальних макроекономічних даних;
- Розробити єдину стратегію про взаємодію фіскальної та монетарної політик на середньострокову перспективу. Вона повинна містити узгоджені цілі політик та основні принципи їх взаємної підтримки, особливо під час кризових умов.

- Запровадити спільний щорічний звіт про взаємодію монетарної та фінансової політики, що включатиме оцінку досягнення спільних макроекономічних цілей. Адаптація підвищення прозорості та комунікації, зокрема наявність спільних оцінок щодо взаємовпливу політик, їх ризиків та публікація результатів діяльності, є ключовими для зниження рівня невизначеності [52].

Координація має базуватись на взаємній адаптивності, постійній оцінці ризиків та чіткому розмежуванні відповідальності між інституціями [64, с. 16].

## **II) Посилення інституційної незалежності НБУ при збереженні діалогу з Урядом**

Міжнародний досвід свідчить, що реальна незалежність центрального банку була ключовим фактором макроекономічної стабілізації (див. Розділ 3.1). Зокрема, відновлення ФРС в США після 1951 року [69, 68], створення Бундесбанку в Німеччині у 1957 році [63], та Банку Греції у 1997 році [60, с. 42], дозволило цим країнам ефективно боротися з інфляцією та стабілізувати фінансову систему. Наразі в Стратегії НБУ 2024 року закріплено «інституційна, фінансова та операційна незалежність Національного банку для належного виконання його функцій, уникнення фінансового домінування» [38, с. 13], проте не визначено шляхи її досягнення. Теоретична модель (див. Рис. 2.8) продемонструвала ризик фінансового домінування, коли фінансові потреби змушують НБУ підлаштовувати свою політику, що створює загрозу інфляційної спіралі [50, с. 94]. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Забезпечити реальну політичну, фінансову й операційну незалежність НБУ навіть в умовах війни та повоєнного відновлення; Законодавчо закріпити неможливість політичного тиску на НБУ.
- Запровадити регулярні консультації між НБУ та Мінфіном, спрямовані на узгодження антикризових заходів без порушення незалежності інституцій.
- Встановити правила взаємодії у надзвичайних умовах, зокрема монетарного фінансування бюджету у виключних випадках. Наразі в Стратегії НБУ 2024 року зазначено, що регулятор «надаватиме підтримку державному бюджету

лише у виняткових випадках, як засіб останньої надії» [38, с. 14], проте такі випадки не виокремлено.

Посилення незалежності НБУ за одночасного підтримання конструктивного діалогу з урядом є необхідною умовою для забезпечення довгострокової цінової стабільності та стійкості фінансової системи в Україні [19, с. 16]. Незважаючи на непопулярність таких складних рішень, зараз як ніколи важливо, щоб уряд взяв на себе політичну відповідальність і знайшов можливості для скорочення дефіциту бюджету та мінімізації емісійного фінансування дефіциту [52].

### **III) Узгодження інфляційних очікувань і фінансової політики**

Інфляція в Україні у 2022 році досягла піку у 26,6% (див. Рис. 2.3), а НБУ був змушений підвищити облікову ставку до 25% (див. Рис. 2.5), що значною мірою зумовлено фінансовою експансією. Крім того, аналіз інфляційних звітів НБУ свідчить про недостатнє врахування фінансових ризиків у прогнозах [21]. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Оцінювати вплив фінансових заходів (зокрема експансії державних витрат та податкової лібералізації) на інфляційні процеси та валютний ринок;
- Обмежувати масштабні фінансові стимули без попередньої оцінки їх інфляційних наслідків.

Для зниження макроекономічних ризиків необхідно забезпечити тісну координацію між фінансовою експансією та інфляційними цілями НБУ. Проте макроекономічне регулювання за рахунок інфляції також потребує регулювання. Адже існує негативний зворотній ефект монетарних заходів на фінансову політику, що може призвести до падіння доходів населення, дестабілізації фінансової системи [52].

### **IV) Узгодження валютної політики з фінансовими очікуваннями**

Перехід НБУ до фіксованого курсу у 2022 році допоміг стабілізувати ринок, але створив виклики для прогнозування бюджетних надходжень (див. Таблиця 2.1.). Скорочення міжнародних резервів того ж року, свідчить про вразливість до валютних шоків. Імпульсна реакція у VAR-моделі показала, що девальвація гривні

миттєво скорочує фіскальні ресурси через зменшення імпорتنих надходжень та підвищення видатків (див. Рис. 2.10). Досвід Німеччини довів, що гнучке валютне регулювання разом із лібералізацією економіки забезпечує швидке відновлення [63, 61]. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Враховувати валютні ризики при розробці фіскальних прогнозів Мінфіну та брати до уваги експортно-імпортні реалії при визначенні валютної політики НБУ. Такі заходи дозволять уникнути різких потрясінь платіжного балансу.
- НБУ варто використовувати міжнародні резерви стратегічно для згладжування короткострокових валютних коливань. Це дозволить НБУ підтримувати гнучку валютну політику із мінімальними адміністративними обмеженнями.

#### **V) Забезпечити узгодженість боргової політики та монетарного регулювання**

Співвідношення держборгу до ВВП зросло від 43,3% до 79,4% у 2022 році (див. Таблиця 2.3.), що створює високі фіскальні ризики. У 2024 році ОВДП забезпечили значну частину фінансування бюджету (див. Таблиця 2.2.), однак надмірна залученість банків у купівлю ОВДП через обов'язкові резерви ризикує посилити залежність фіскальної політики від монетарних інструментів. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Попри важливість розвивати внутрішній ринок ОВДП, Уряд має брати відповідати за стійкість боргового навантаження. Наприклад, рекомендується погоджувати емісійні обсяги боргових інструментів із грошово-кредитною політикою, щоби уникати ефекту фіскального домінування.
- НБУ рекомендовано поступово обмежувати можливість зарахування ОВДП до обов'язкових резервів, зберігаючи ліквідність банківської системи для реального сектору.
- Мінфін має забезпечувати жорсткий контроль за обсягами нового боргу, пріоритезуючи залучення міжнародного фінансування.

Державний борг є важливим стратегічним інструментом Уряду. В контексті взаємодії фіскальної та монетарної політик важливо розглядати державний борг не

тільки як цільовий орієнтир для державних агентів, але й як стратегічний інструмент Уряду, враховуючи його вплив на поведінку майбутніх урядів [19, с. 16]. Також важливо зазначити, що емісія грошей - це не порятунок, адже, коли НБУ викупує ОВДП – уряд сплачує по ним відсотки. Тому пропонується підвищення ставок за ОВДП, що дасть можливість людям захистити свої заощадження та доходи в гривні від стрімкого знецінення. Цей процес можна контролювати за допомогою кривої дохідності, щоб не створювати боргових піків [52].

#### **VI) Координація фіскальної підтримки зайнятості з монетарними стимулами**

Підвищення оборонних видатків до 61,93% держбюджету у 2025 році (див. Рис. 2.6) обмежує можливості для фінансування соціальної сфери та підтримки зайнятості. Високий рівень безробіття у 2025 році сягнув 16,8% (див. Розділ 2.1), що підтверджує високі соціальні ризики. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Спрямовувати більшу частину фіскальних ресурсів на програми підтримки зайнятості й професійної перекваліфікації;
- Монетарна політика має стимулювати кредитування бізнесу під гарантії держави для створення нових робочих місць.

#### **VII) Узгоджене використання зовнішньої допомоги**

У 2024 році міжнародна допомога покрила 73% потреб бюджету [10], що дало змогу уникнути додаткової грошової емісії (див. Таблиця 2.2.). Після аналізу двозмінних VAR-моделей (див. Рис. 2.13, Рис. 2.14, Рис. 2.15) встановлено, що міжнародна допомога має найбільш позитивний та швидкий вплив на ВВП, тоді як шоки валютного курсу та облікової ставки мають обмежений ефект. У Німеччині допомога за Планом Маршалла становила лише допоміжний компонент (менше 5% ВВП) і не стала основою економічного зростання [61]. У Хорватії залежність від зовнішнього боргу підвищила макроекономічні ризики [67, с. 20–21]. У зв'язку з цим рекомендовано:

- Монетарна політика має використовувати валютні резерви обережно, узгоджуючи свої інтервенції з графіком надходження зовнішніх коштів.
- Використовувати міжнародну допомогу переважно на фінансування інвестиційних проєктів, а не на поточні видатки бюджету.

### **VIII) Контроль за дефіцитом бюджету**

У 2022 році дефіцит державного бюджету різко зріс через розрив між доходами і видатками (див. Рис. 2.2), що спричинило необхідність широкого залучення внутрішніх ОВДП [55]. Виходячи з цього, автором рекомендується:

- Спрямовувати фіскальна політику на поступове скорочення дефіциту бюджету до стійкого рівня (наприклад через розширення податкової бази, боротьбу з ухиленням від сплати податків). Тим часом, монетарна політика має обмежувати свою участь у фінансуванні дефіциту через прямі емісійні механізми.

Надмірність видаткової частини бюджету призводять до втрати керованості параметрами довгострокової фіскальної стабільності, що зумовило стрімке нарощування державного боргу України [19, с. 21] Тому потрібні рішучі та непопулярні заходи скорочення дефіциту бюджету. Тому Уряду потрібно брати на себе відповідальність щодо скорочення дефіциту, обґрунтовуючи необхідність таких кроків суспільству для забезпечення довіри [52].

Узагальнюючи, таблиця 3.1 систематизує ключові передумови необхідності узгодження монетарного та фіскального секторів та відповідні рекомендації.

*Таблиця 3.1*

### **Рекомендації щодо узгодження монетарної та фіскальної політик**

<b>Обґрунтування</b>		<b>Рекомендація</b>
<b>Передмови в Україні</b>	<b>Зарубіжний досвід</b>	
Відсутність документально закріплених механізмів узгодженості політик [22; 38].	Після 2008 року Велика Британія створила Бюро бюджетної відповідальності - незалежний контролюючий орган [23].	<b>Документально закріпити координацію між НБУ на Урядом</b> , шляхом створення: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ стратегії та щорічного звіту про взаємодію політик,</li> <li>○ контролюючого органу.</li> </ul>

## Продовження Таблиця 3.1

Високий ризик фіскального домінування [21].	Підписання Угоди між Казначейством США та ФРС у 1951 році [68].	<b>Посилення інституційної незалежності НБУ</b> , при збереженні діалогу з Урядом.
Інфляція в Україні значною мірою зумовлена фіскальною експансією [21].	У 1997 році було посилено незалежність Банку Греції [60].	<b>Узгодження інфляційних очікувань і фіскальної політики:</b> ○ Обмежувати фіскальні стимули без попередньої оцінки їх інфляційних наслідків
Обмеження на валютні операції та фіксація курсу [25; 40], що скорочує фіскальні ресурси.	У 1994–1999 роках Хорватія поєднувала фіксований курс із проциклічною фіскальною політикою, що спричинило дисбаланси [67].	<b>Узгодження валютної політики з фіскальними очікуваннями:</b> ○ Мінфіну варто врахуванням можливі коливання валюти.
Збільшення державного боргу до ВВП у 2022 року - з 43,3% до 79,4% [7].	До 1951 року ФРС підтримувала фіксовану дохідність облігацій, що спричинило дисбаланси [69].	<b>Узгодження боргової політики та монетарного регулювання:</b> ○ Уряду має відповідати за стійкість боргового тиску.
Рівень безробіття у 2025 році сягнув 16,8% [17].	У 1948–1951 роках Німеччина стимулювала зайнятість через підтримку підприємництва та інфраструктури [61].	<b>Підтримка зайнятості:</b> ○ Спрямувати фіскальні ресурси на зайнятість, а монетарну політику - на пільгове кредитування.
У 2024 році міжнародна допомога покрила 73% потреб бюджету [10].	У 1948–1952 роках Німеччина інтегрувала зовнішню допомогу, зокрема в межах Плану Маршала, ( $\approx 5\%$ ВНД) [61].	<b>Узгоджене використання зовнішньої допомоги</b> , передусім на інвестиційні проекти.
З 2022 року різко зростає розрив між доходами і видатками бюджету [10].	У 1990-х роках Греція запровадила жорстку фіскальну дисципліну для зменшення держ витрат [60].	<b>Контроль за дефіцитом бюджету:</b> ○ Спрямувати фіскальну політику на поступове скорочення дефіциту бюджету.

Джерело: створено автором, джерела зазначено в таблиці.

Отже, антикризові заходи НБУ та Уряду в період війни були ефективними у стабілізації основних макроекономічних показників, однак подальший успіх потребує постійної координації цілей, інструментів та темпів дій. Особливо важливо зберігати баланс між потребами фінансування війни, стримуванням інфляції та забезпеченням фінансової стійкості у довгостроковій перспективі.

### Висновки до Розділу 3

Аналіз міжнародного досвіду координації монетарної та фіскальної політик в умовах війни показав, що ефективне відновлення економіки можливе лише за умови дотримання балансу. Приклади США та Німеччини підтверджують, що успішний вихід із воєнних криз потребував чіткого розмежування ролей: короткострокова монетарна підтримка фіскальної політики з подальшим відновленням автономії центробанку, структурних реформ, валютної стабілізації та виваженої фіскальної політики. Кейси Хорватії та Греції підкреслюють небезпеку втрати фіскальної дисципліни, надмірної залежності від зовнішнього боргу й відсутності узгодженості між основними макроекономічними інституціями.

Автором запропоновано рекомендації щодо оптимізації узгодженості дій НБУ та Уряду, а саме: інституціоналізація координації, посилення незалежності НБУ, узгодження інфляційних та фіскальних очікувань, контроль за борговим навантаженням і дефіцитом бюджету. Такі зміни спрямовані на формування ефективної взаємодії політик, яка забезпечить баланс між короткостроковими потребами воєнного часу та стратегічними завданнями відновлення.

Успіх економічної стабілізації та відновлення залежить від послідовного впровадження механізмів взаємодії монетарної та фіскальної політики на основі прозорості, відповідальності та довіри. Підтримка незалежності НБУ, відповідальна фіскальна політика, стратегічне використання міжнародної допомоги та гнучке управління валютним ринком є необхідними передумовами для досягнення стійкого зростання економіки. Комплексне впровадження зазначених рекомендацій дозволить мінімізувати ризики економічної нестабільності, знизити фіскальні та монетарні дисбаланси й закласти фундамент для сталого розвитку України у післявоєнний період.

## ВИСНОВКИ

У роботі проведено комплексний аналіз взаємодії монетарної та фіскальної політик в Україні в умовах воєнного стану. На основі теоретико-статистичного аналізу та економетричного моделювання автором розроблено практичні рекомендації для покращення координації між політиками у воєнний та повоєнний періоди. Результати дослідження дозволили сформулювати такі висновки:

1) У першому розділі доведено важливе значення монетарної та фіскальної політик у забезпеченні макроекономічної стабільності, особливо в умовах воєнних викликів. Теоретично доведено, що монетарна політика є інструментом короткострокового впливу шляхом регулювання грошової маси, валютних інтервенцій та інфляції, тоді як фіскальна - визначає довгострокову динаміку на ринку через бюджетно-податкові механізми. Історичний аналіз свідчить про перехід України до сучасних ринкових механізмів після 2010-х років, зокрема через впровадження інфляційного таргетування та податкової реформи.

2) Ефективність державного регулювання макроекономічної стабільності значною мірою залежить від узгодженості дій центрального банку і уряду. Конфлікт цілей між інституціями, надмірна жорсткість або м'якість одного з регуляторів формують дисбаланси на ринку. Автором доведено, що в нестабільному економічному середовищі України найбільш оптимальною моделлю взаємодії є поєднання помірної монетарної експансії з фіскальною відповідальністю.

3) У другому розділі проаналізовано динаміку основних макроекономічних показників у 2022-2024 років: істотне падіння ВВП, рекордне зростання інфляції, дефіциту бюджету та державного боргу, що потребувало оперативного реагування з боку як НБУ, так і Уряду. Статистичні дані продемонстрували глибину економічної кризи, спричиненої повномасштабним вторгненням росії.

4) Монетарні та фіскальні органи України реалізували низку антикризових заходів, що дозволили уникнути колапсу в перші роки повномасштабної війни. НБУ зафіксував обмінний курс й інфляційне таргетування, обмежив валютні інтервенції, тимчасово застосував емісійне фінансування. Уряд активізував видатки на оборону,

адаптував податкову систему, випустив військові ОВДП і залучив міжнародну допомогу. У підсумку, фіскальна політика набула експансивного характеру, тоді як монетарна політика залишалась жорсткою та підлаштовувалась під дії Уряду. Попри адаптивність державних регуляторів до шоків війни, взаємодія між політиками залишалася недостатньо скоординованою, що вимагає поглибленої їх координації в середньостроковій перспективі.

5) Побудована теоретична модель взаємодії монетарної та фіскальної політик відображає складну мережу взаємозв'язків між секторами державної політики та реальним сектором економіки, враховуючи зовнішні шоки війни. Визначено, фіскальна політика має прямий вплив на економічне зростання, тоді як монетарна політика впливає опосередковано. Відсутність прямого зворотного впливу монетарної політики на фіскальну демонструє ризики домінування бюджетних потреб над стабілізаційною функцією центрального банку.

6) Економетричний аналіз на основі VAR-моделі підтвердив слабку й асиметричну взаємодію між фіскальними та монетарними інструментами в Україні протягом 2014–2024 років. Результати тестів на причинність, імпульсні реакції та дисперсійне розкладання засвідчили домінування фіскального стимулювання над інфляційною стабілізацією. Визначено, що монетарна політика обмежено адаптується до фіскальних шоків.

7) Результати парних VAR-моделей, адаптованих до воєнного періоду 2022–2024 років, підтверджують домінування фіскальних стимулів у відновленні економіки. Імпульсні реакції свідчать, що бюджетний дефіцит і міжнародна підтримка мають найвираженіший позитивний вплив на динаміку ВВП. Тим часом, монетарна політика виконує стабілізаційну функцію та демонструє низьку чутливість до фіскальних і зовнішніх змінних. Така розбіжність підкреслює потребу у координації між політиками.

8) Відсутність стратегічної координації між НБУ та Урядом призвело до суперечностей у цілях, інструментах та часових горизонтах реалізації політик. Монетарні заходи часто були змушені компенсувати наслідки фіскальної експансії, що породжувало ризики фіскального домінування, порушення цінової стабільності

та втрату ефективності валютного регулювання. Крім того, виявлено дисбаланси між накопиченням резервів, податковою лібералізацією та стрімким зростанням видатків. Зазначені проблеми взаємодії свідчать про нагальну потребу орієнтації макроекономічної політики на спільні цілі та взаємну відповідальність.

9) Міжнародного досвід координації монетарної та фіскальної політик у періоді війни продемонстрував, що ключем до успіху є баланс між оперативною підтримкою економіки та довгостроковою інституційною стабільністю. На прикладі США та Німеччини, стратегічна співпраця між центральним банком і урядом у поєднанні з поступовим відновленням незалежності монетарних інституцій забезпечила контроль інфляції та економічне зростання. Натомість досвід Хорватії та Греції виявив ризики надмірної фіскальної експансії без належної координації, що призвело до боргового навантаження та втрати довіри до економічної політики. Урок для України полягає у необхідності формалізованої взаємодії між фіскальними та монетарними регуляторами та забезпечення незалежності центрального банку.

10) Для забезпечення макроекономічної стабільності в умовах війни та повоєнного відновлення автором розроблено комплекс практичних рекомендацій з координації монетарної та фіскальної політик. Серед ключових заходів - створення дорадчого органу з координації політик; спільне стратегічне планування та звітність; удосконалення законодавчого забезпечення співпраці; посилення інституційної незалежності НБУ й паралельний моніторинг фіскальної відповідальності; узгодження інфляційних та боргових орієнтирів; зважене використання міжнародної допомоги; та спільний контроль за бюджетним дефіцитом.

Запропоновані координаційні заходи базуються на результатах статистичного аналізу та економетричного моделювання. Саме взаємна відповідальність, прозорість, і синхронізація дій між основними економічними регуляторами можуть закласти фундамент для сталого розвитку української економіки в умовах невизначеності.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Архів рішень з монетарної політики // *Офіційний сайт НБУ*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish> (дата звернення: 23.03.2025).
2. Базилевич В. Д., Баластрик Л. О. Макроекономіка: навч. посіб. Вид. 2-ге, допов. Київ : Атіка, 2009. 368 с.
3. Базилінська О. Я. Макроекономіка: навч. посіб. Вид. 2-ге, переробл. Київ : Центр учбової літератури, 2009. 442 с.
4. Баріда Н. П., Наконечна Ю. Л., Демиденко Л. М. Гармонізація монетарної і фіскальної політики в умовах війни та кризової трансформації економіки // *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія: «Економічні науки»*. 2024. № 4 (84), т. 2. С. 9. URL: [Гармонізація монетарної і фіскальної політики в умовах війни \(Баріда Н. П.\)](#).
5. Безнощенко М. В. Еволюція грошово-кредитної політики України та перспективи переходу на режим таргетування інфляції / М. В. Безнощенко // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія: Міжнародні відносини*. 2011. Вип. 2 (67). С. 223.
6. Безробіття в Україні // *Мінфін*. URL: [Безробіття в Україні](#) (дата звернення: 24.03.2025).
7. Боргові показники // *Мінфін*. URL: [Боргові показники](#) (дата звернення: 15.03.2025).
8. Валовий внутрішній продукт України // *Мінфін - фінансовий портал*. URL: [Валовий внутрішній продукт України](#) (дата звернення: 16.03.2025).
9. Видатки державного бюджету України у 2025 році // *Мінфін*. URL: [Видатки державного бюджету України 2025](#) (дата звернення: 15.03.2025).
10. Виконання державного бюджету України // *Мінфін - фінансовий портал*. URL: [Виконання держбюджету](#) (дата звернення: 16.03.2025).
11. Вісник Національного банку України. 2010. № 2 (168). Київ : Національний банк України, 2010. 72 с.

12. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти : підруч. для студ. вищ. навч. закладів. Київ : НаУКМА, 2017. 64 с.
13. Дадашова, П. А. Моделювання взаємозалежності між показниками монетарної та фіскальної політики // *Економічний аналіз* : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; за ред. : В. А. Дерій та ін. Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. Том 18. № 1. С. 147-155.
14. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (ІТ). Київ : Національний банк України, 2016. 17 с.
15. Доронцева Є. Державне регулювання під час війни: як НБУ адаптував фінансову систему України до нових умов впродовж ста днів воєнного стану // *VoxUkraine*. 2022. 9 червня. URL: [Державне регулювання під час війни](#) (дата звернення: 03.04.2025).
16. Доходи державного бюджету України у 2025 році // *Мінфін*. URL: [Доходи державного бюджету 2025](#) (дата звернення: 15.03.2025).
17. Економіка під час війни: трекер ключових подій // *Центр економічної стратегії*. URL: <https://ces.org.ua/tracker-economy-during-the-war/> (дата звернення: 18.03.2025).
18. Економічна теорія: Політекономія : підруч. / за ред. В. Д. Базилевич, В. М. Попов, К. С. Базилевич, Н. І. Гражевська. 6-те вид., перероб. і допов. Київ : Знання-Прес, 2007. 719 с.
19. Єфименко Т. І. Розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України // *Фінанси. Податки. Кредит*. 2024. С. 21. [Розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України](#).
20. Індекс споживчих цін (інфляція) в Україні // *Мінфін - фінансовий портал*. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/> (дата звернення: 23.03.2025).
21. Інфляційний звіт, січень 2025 року // *Офіційний сайт НБУ*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-sichen-2025-roku> (дата звернення: 23.03.2025).

22. Інформація про фіскальні ризики та їх вплив на показники державного бюджету у 2025 році / *Міністерство фінансів України*. 2024. URL: [Інформація про фіскальні ризики - 2025 рік](#).

23. Король, М. Місце та роль центральних банків англосаксонської банківської системи у забезпеченні сталого розвитку банківської системи // *Scientific Bulletin of Polissia*. 2020. №1(20), С. 67-74. URL: [Місце та роль центральних банків англосаксонської банківської системи](#).

24. Крисоватий А.І., Луцик А. І. Податки і фіскальна політика : навч. посіб. Тернопіль, 2003. 312 с.

25. Лепушинський В. Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні: презентація // Національний банк України. 12 травня 2023. С. 1-27. URL: [Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні](#) (дата звернення: 22.03.2025).

26. Лук'яненко І. Г., Гречаний П. О. Монетарна політика України під час війни // *Наукові записки НаУКМА. Економічні науки*. 2024. Т. 9, Вип. 1. С. 54–65. URL: [Монетарна політика України під час війни НаУКМА](#) (дата звернення: 20.03.2025).

27. Лютий І. О., Медведкова Н. С. Сучасна парадигма фінансової політики держави та особливості її реалізації в умовах війни на території України // *Фінанси України*. 2023. № 6. С. 61–74. URL: [https://finukr.org.ua/docs/FU\\_23\\_06\\_061\\_uk.pdf](https://finukr.org.ua/docs/FU_23_06_061_uk.pdf).

28. Манків Н. Г. Макроекономіка : підручник / пер. з англ. С. Панчишин, О. Ватаманюк, Ж. Поплавська ; за наук. ред. С. Панчишин. Київ : Основи, 2000. 624 с.

29. Мироненко О. Адаптуватися до невідомого: публічні фінанси України у третій рік війни // *Центр економічної стратегії*. 2025. 31 січня. URL: [Адаптуватися до невідомого](#) (дата звернення: 15.03.2025).

30. Міжнародна економіка : підручник / за ред. А. О. Задоя, В. М. Тарасевича. Київ : Центр учб. літ., 2012. 472 с.

31. Міжнародні резерви України: структура та динаміка // *Мінфін*. 2025. URL: [Міжнародні резерви України](#) (дата звернення: 23.03.2025).

32. Міністерство фінансів назвало головні джерела фінансування бюджету України // *Мінфін*. 2023. 16 грудня. URL: [Мінфін - головні джерела фінансування бюджету](#) (дата звернення: 03.04.2025).

33. Міщенко В. І., Науменкова С. В., Міщенко С. В. Проблеми координації монетарної та бюджетної політики в сучасних умовах // *Економічний простір*. 2024. № 190. С. 223–231. URL: [Mishchenko.pdf](#) (дата звернення: 15.03.2024).

34. Національний банк України затвердив режим гнучкого інфляційного таргетування – Основні засади грошово-кредитної політики // *Інтерфакс-Україна*. 2024. 12 вересня. URL: [Режим гнучкого інфляційного таргетування](#) (дата звернення: 02.04.2025).

35. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: [Офіційний сайт НБУ](#) (дата звернення: 04.02.2025).

36. Облігації внутрішніх державних позик (ОВДП) // *Мінфін*. URL: [ОВДП](#) (дата звернення: 15.03.2025).

37. Основи економічної теорії: підручник / А. А. Чухно, П. С. Єщенко, Г. Н. Климко та ін. ; за ред. А. А. Чухна. Київ : Вища школа, 2001. 606 с.

38. Основні засади грошово-кредитної політики на 2024 рік та середньострокову перспективу/ *Національний банк України*. 2024. URL: [Основні засади грошово-кредитної політики на 2024 рік](#) (дата звернення: 03.04.2025).

39. Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану : затв. рішенням Ради Національного банку України від 15 квітня 2022 року. С. 1-6. URL: [Основні засади грошово-кред. політики на період війни](#) (дата звернення: 22.03.2025).

40. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют: дані Національного банку України за період з 01.01.2020 по 01.03.2025. URL: [Офіційний курс гривні щодо іноземних валют](#) (дата звернення: 02.04.2025).

41. Пасічний, М. Фіскальна безпека держави в умовах воєнного стану // *Економіка та суспільство*. 2024. № 62. С. 1-10. URL: [Фіскальна безпека держави в умовах воєнного стану](#) (дата звернення: 02.04.2025).

42. Петленко Ю. В., Сухіна Д. С. Взаємодія монетарної та фіскальної політик з метою досягнення макроекономічної стабільності // *Бізнес-навігатор*. 2024. № 2 (44). С. 153–158. URL: [Взаємодія монетарної та фіскальної політик \(Петленко Ю. В.\)](#) (дата звернення: 13.03.2025).
43. Податкова революція під час війни: податки для ФОП зменшать удвічі // *Мінфін*. 2022. 15 березня. URL: [Податкова революція під час війни](#) (дата звернення: 15.03.2025).
44. Податкові зобов'язання під час війни: які пільги отримав бізнес // *Ліга Закон*. 2022. 10 березня. URL: [Податкові зобов'язання під час війни: які пільги отримав бізнес](#) (дата звернення: 15.03.2025).
45. Про монетарну політику // *Офіційний сайт НБУ*. URL: [Про монетарну політику](#) (дата звернення: 02.04.2025).
46. Про Національний банк України : Закон України від 06.07.2010 № 679-VI. Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. URL: [Закон України від 06.07.2010 № 679](#) (дата звернення: 02.02.2025).
47. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Національного банку України від 24.02.2022. № 18. URL: [Про роботу банківської системи в період воєнного стану](#) (дата звернення: 20.03.2025).
48. Самойлюк М. Як економіка України працює під час війни. Великий експлейнер про бюджет, податки та курс долара // *Центр економічної стратегії*. 2024. URL: <https://ces.org.ua/velikiy-ekspleyner/> (дата звернення: 03.04.2025).
49. Самуельсон П. Економіка: підручник. Львів: Світ, 1993. 495 с.
50. Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації : монографія / за ред. І. Г. Лук'яненко, Д. Віт, О. К. Прімерова та ін. Київ : НаУКМА, 2017. 464 с. URL: [Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації](#) .
51. Сірко А. В. Економічна теорія. Політекономія : навч. посіб. Київ : Центр учб. літ., 2014. 416 с.

52. Скоординована макроекономічна політика: чи реально це для України // *LB.ua*. 2022. 16 серпня. URL: [Скоординована макроекономічна політика](#) (дата звернення: 03.04.2025).
53. Соф'їн М. І. Становлення та розвиток фіскальної політики в незалежній Україні // *Вісник Маріупольського державного університету*. 2023. № 37. С. 64-68. URL: [Розвиток фіскальної політики в Україні](#) (дата звернення: 13.03.2025).
54. Теорія фінансів : підручник / П. І. Юхименко, В. М. Федосов, Л. Л. Лазебник та ін. ; за ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ : Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
55. Фінансування державного бюджету України з початку повномасштабної війни // *Мінфін*. URL: [Фінансування держ бюджету з початку війни](#) (дата звернення: 03.04.2025).
56. Фрідман М., Фрідман Р. Капіталізм і свобода / пер. з англ. Н. Рогачевська. Київ : Наш формат, 2017. 216 с.
57. Швець С. Фіскально-монетарна взаємодія у протидії загрозі фіскального домінування для післявоєнного відновлення України: презентація / Інститут економіки та прогнозування НАН України. Київ. 2023. 10 с. URL: [Фіскально-монетарна взаємодія: презентація](#).
58. Andersen, T. M., Schneider, F. Coordination of fiscal and monetary policy under different institutional arrangements // *European Journal of Political Economy*. 1986. Vol. 2 (2), 169-191. P. 169-191.
59. Blinder A.S. Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy // *NBER Working Paper*. №982. 1982. P. 59. URL: [Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy](#).
60. Christodoulakis N. Greece After the War: Institutional Legacies and the Drift from Economic Convergence : GreeSE Paper № 198. / Hellenic Observatory, London School of Economics. 2023. P. 50.
61. Economies Bounce Back from Total Collapse: The German Economic Miracle 1948–1957 // *History on the Net*. URL: [Economies Bounce Back from Total Collapse](#) (дата звернення 28.03.2025).

62. Friedman M. The role of monetary policy // *American Economic Review*. 1968. Vol. 58. P. 1-17.
63. German Economic Miracle // *Investopedia*. URL: [German Economic Miracle](#) (дата звернення 28.03.2025).
64. Makohon V. Coordination of fiscal and monetary policy in Ukraine // *Scientia Fructuosa*. 2024. № 2. P. 16. URL: [Coordination of fiscal and monetary policy in Ukraine](#).
65. Sargent T.J. and Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review*. 1981. Vol. 5. №3. P. 1–17.
66. Schinasi G. Defining Financial Stability // *IMF Working Paper*. 2004. № 187. P. 19.
67. Schonfelder, B. The Impact of the War 1991–1995 on the Croatian Economy // *Osteuropa-Institut, Working Paper № 254*. 2005. URL: [The Impact of the War 1991–1995 on the Croatian Economy](#) (дата звернення: 09.04.2025).
68. WWII and Its Aftermath // *Federal Reserve History*. 2013. URL: [WWII and Its Aftermath](#) (дата звернення 25.03.2025).
69. WWII to the Treasury-Fed Accord // *Federal Reserve History*. 2013. URL: [WWII to the Treasury-Fed Accord](#) (дата звернення 25.03.2025).

## ДОДАТКИ

## Додаток А

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Міжнародні резерви в Україні</b>											
<i>Валові міжнародні резерви, од. вим. млрд дол. США в еквіваленті та %</i>											
20.42	7.53	13.30	15.54	18.81	20.82	25.30	29.13	30.94	28.49	40.51	43.80
	-63.1%	76.5%	16.8%	21.0%	10.7%	21.5%	15.1%	6.2%	-7.9%	42.2%	8.1%
<i>Чисті міжнародні резерви, од. вим. млрд дол. США в еквіваленті та %</i>											
15.22	1.82	1.34	4.22	6.67	9.64	15.78	18.11	20.77	18.32	28.38	29.10
	-88.0%	-26.7%	216.2%	57.9%	44.6%	63.7%	14.8%	14.6%	-11.8%	54.9%	2.5%
<i>Частка чистих міжнародних резервів у валових, од. вим. %</i>											
74.6%	24.2%	10.0%	27.2%	35.5%	46.3%	62.4%	62.2%	67.1%	64.3%	70.1%	66.4%
<b>Рівень безробіття в Україні, од. вим. тис. осіб</b>											
<i>Всього населення, од. вим. тис. осіб</i>											
42928,9	42760,5	42584,5	42386,4	42153,2	41902,4	41588,4	41167,3	41167,3			
<i>Економічно активне населення, од. вим. тис. осіб</i>											
19035,2	17396,0	17303,6	17193,2	17296,2	17381,8	16917,8	16666,8				
<i>Зайняте населення, од. вим. тис. осіб</i>											
17188,1	15742,0	15626,1	15495,9	15718,6	15894,9	15244,5	14957,3				
<i>Безробітне населення, од. вим. тис. осіб</i>											
1847,1	1654,0	1677,5	1697,3	1577,6	1486,9	1673,3	1709,5				
<i>Рівень безробіття, од. вим. %</i>											
9,7%	9,5%	9,7%	9,9%	9,1%	8,6%	9,9%	10,3%				
<i>Кількість зареєстрованих безробітних, од. вим. тис. осіб</i>											
458,6	461,1	407,2	352,5	341,7	338,2	459,2	295,0	186,5	96,1	94,2	

Джерело: створено автором на основі [31, 6].

### Збірка даних для побудови авторегресійної моделі взаємодії монетарної та фіскальної політики за допомогою VAR-моделі: оцінка за 2014–2024 роки

Date	CPI	NBU_Rate	Budget_Deficit	Real_GDP	FX_Rate	Int_Aid	DUM_WAR
2014Q1	101.00	9.50	-3659.83	312094.00	11.00	804.41	0.00
2014Q2	102.70	12.50	-13946.97	338163.00	11.79	1453.30	0.00
2014Q3	101.37	12.50	-36032.43	378633.00	12.96	1232.16	0.00
2014Q4	102.43	14.00	-64701.80	336233.00	15.06	1891.73	0.00
2015Q1	106.40	30.00	-4586.30	301046.00	23.45	216.79	0.00
2015Q2	105.53	30.00	3900.40	335202.00	21.01	507.50	0.00
2015Q3	100.17	22.00	4737.80	408111.00	21.30	469.77	0.00
2015Q4	100.47	22.00	-15578.70	385931.00	23.95	696.84	0.00
2016Q1	100.50	22.00	4707.16	423463.00	26.22	494.75	0.00
2016Q2	101.13	16.50	-27908.63	473630.00	24.83	1017.81	0.00
2016Q3	100.47	15.00	-52094.27	581356.00	25.91	999.90	0.00
2016Q4	101.83	14.00	-58658.93	555981.00	25.56	1714.38	0.00
2017Q1	101.30	14.00	2460.83	510447.00	26.98	227.70	0.00
2017Q2	101.27	12.50	24979.37	570690.00	26.10	426.49	0.00
2017Q3	100.70	12.50	7882.69	700131.00	26.52	413.25	0.00
2017Q4	101.03	14.50	-13643.07	664319.00	27.16	559.41	0.00
2018Q1	101.17	17.00	-4769.93	643943.00	26.54	191.21	0.00
2018Q2	100.27	17.50	-13181.77	723961.00	26.19	417.25	0.00
2018Q3	100.40	18.00	-2962.67	876757.00	28.27	391.67	0.00
2018Q4	101.30	18.00	-21866.03	838748.00	28.39	539.42	0.00
2019Q1	101.17	18.00	-17269.43	766150.00	27.31	150.85	0.00
2019Q2	100.27	17.50	1688.10	875733.00	26.56	335.82	0.00
2019Q3	100.40	16.50	-7048.97	1050095.00	25.26	286.25	0.00
2019Q4	101.03	13.50	-47729.27	983750.00	24.26	387.87	0.00
2020Q1	100.80	10.00	-23172.33	821210.00	25.05	153.60	0.00
2020Q2	100.43	6.00	-30642.77	842935.00	26.91	296.76	0.00
2020Q3	99.90	6.00	-58035.77	1095567.00	27.60	338.39	0.00
2020Q4	100.20	6.00	-149744.03	1058744.00	28.27	450.24	0.00
2021Q1	100.23	6.50	-17265.17	887884.00	27.97	155.07	0.00
2021Q2	100.43	7.50	-35330.87	987871.00	27.59	335.53	0.00
2021Q3	99.90	8.50	-34423.27	1243962.00	26.91	348.80	0.00
2021Q4	101.07	9.00	-106115.93	1243865.00	26.68	490.39	0.00
2022Q1	101.33	10.00	-5500.33	943168.00	28.55	59462.16	1.00
2022Q2	100.73	25.00	-273285.03	779070.00	29.25	87251.88	1.00
2022Q3	100.37	25.00	-441802.33	1077821.00	34.98	134699.91	1.00
2022Q4	100.77	25.00	-789115.10	1065721.00	36.57	200009.17	1.00
2023Q1	102.47	25.00	-152012.27	1143216.00	36.57	49137.69	1.00
2023Q2	102.97	25.00	-357842.87	1257152.00	36.57	123924.35	1.00
2023Q3	101.23	20.00	-701419.83	1592609.00	36.57	99601.45	1.00
2023Q4	101.30	15.00	-1094143.90	1525085.00	36.59	161008.13	1.00
2024Q1	101.00	14.50	-102366.60	1220954.69	38.17	62127.79	1.00
2024Q2	100.50	13.00	-462883.33	1307438.08	39.85	104162.87	1.00
2024Q3	99.50	13.00	-746144.93	1627646.40	41.14	129459.14	1.00
2024Q4	100.67	13.50	-1157713.93	1509834.15	41.30	179632.32	1.00

Примітка: У дослідженні було використано п'ять змінних: реальний ВВП (real\_gdp), дефіцит державного бюджету (budget\_deficit), облікова ставка НБУ (nbu\_rate), обмінний курс гривні до долара США (fx\_rate). З метою послаблення структурного шоку через повномасштабне вторгнення, до початкової VAR-моделі було включено екзогенну даммі змінну війни (dum\_war).

Джерело: створено автором на основі [8, 10, 20, 40, 32, 55].

### Визначення кількості лагів VAR-моделі (VAR Lag Order Selection Criteria)

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: REAL_GDP NBU_RATE BUDGET_DEFICIT FX_RATE						
Exogenous variables: C DUM_WAR						
Date: 04/11/25 Time: 23:25						
Sample: 2014Q1 2024Q4						
Included observations: 38						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1228.220	NA	2.12e+23	65.06421	65.40896	65.18687
1	-1152.015	128.3457	9.03e+21	61.89551	62.92978	62.26349
2	-1133.499	27.28572	8.23e+21	61.76313	63.48690	62.37643
3	-1099.140	43.40187	3.44e+21	60.79682	63.21010	61.65545
4	-1059.635	41.58395	1.20e+21	59.55973	62.66252	60.66368
5	-1011.501	40.53380*	3.07e+20	57.86847	61.66078*	59.21774
6	-983.8471	17.46558	2.93e+20*	57.25511*	61.73693	58.84971*
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Джерело: створено автором в EViews.

### Тест на серійну автокореляцію (VAR Residual Serial Correlation LM-tests).

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 04/11/25 Time: 23:29						
Sample: 2014Q1 2024Q4						
Included observations: 42						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	32.56339	16	0.0084	2.278809	(16, 77.0)	0.0088
2	27.47513	16	0.0365	1.862023	(16, 77.0)	0.0375
3	21.68047	16	0.1538	1.417123	(16, 77.0)	0.1563
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	32.56339	16	0.0084	2.278809	(16, 77.0)	0.0088
2	77.24893	32	0.0000	3.146265	(32, 79.0)	0.0000
3	112.3340	48	0.0000	3.458955	(48, 67.5)	0.0000
*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.						

Джерело: створено автором в EViews.

### Тест на нормальність (VAR Residual Normality Test)

VAR Residual Normality Tests				
Orthogonalization: Residual Correlation (Doornik-Hansen)				
Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal				
Date: 04/11/25 Time: 23:32				
Sample: 2014Q1 2024Q4				
Included observations: 42				
Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	0.556636	2.544842	1	0.1107
2	1.070653	7.866275	1	0.0050
3	0.158263	0.222952	1	0.6368
4	0.753195	4.376793	1	0.0364
Joint		15.01086	4	0.0047
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	3.051950	0.051531	1	0.8204
2	5.428423	0.927723	1	0.3355
3	4.504578	8.536254	1	0.0035
4	4.308523	1.109103	1	0.2923
Joint		10.62461	4	0.0311
Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	2.596374	2	0.2730	
2	8.793998	2	0.0123	
3	8.759206	2	0.0125	
4	5.485896	2	0.0644	
Joint	25.63547	8	0.0012	
*Approximate p-values do not account for coefficient estimation				

Джерело: створено автором в EViews.

**Тест на причинність Грейнджера  
(VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Test)**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 04/11/25 Time: 23:37			
Sample: 2014Q1 2024Q4			
Included observations: 42			
Dependent variable: REAL_GDP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
NBU_RATE	2.522381	2	0.2833
BUDGET_DEFICIT	1.228140	2	0.5411
FX_RATE	11.46167	2	0.0032
All	15.23438	6	0.0185
Dependent variable: NBU_RATE			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
REAL_GDP	1.882934	2	0.3901
BUDGET_DEFICIT	0.056102	2	0.9723
FX_RATE	2.104033	2	0.3492
All	11.43552	6	0.0758
Dependent variable: BUDGET_DEFICIT			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
REAL_GDP	13.60403	2	0.0011
NBU_RATE	0.246830	2	0.8839
FX_RATE	2.296611	2	0.3172
All	19.98854	6	0.0028
Dependent variable: FX_RATE			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
REAL_GDP	2.026532	2	0.3630
NBU_RATE	1.918247	2	0.3832
BUDGET_DEFICIT	1.157397	2	0.5606
All	3.219150	6	0.7809

Джерело: створено автором в EViews.