

DOI: <https://doi.org/10.32782/2521-666X/2026-95-12>
УДК 336.1:338.2

Івашина О.Ф.

доктор економічних наук, професор,
Університет митної справи та фінансів
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7454-9723>

Івашина С.Ю.

кандидат економічних наук, доцент,
Університет митної справи та фінансів
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7302-1775>

Новікова Л.Ф.

кандидат економічних наук, доцент,
Університет митної справи та фінансів
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5253-1124>

Ivashyna Oleksandr, Ivashyna Svitlana, Novikova Lyudmila
University of Customs and Finance

ФІСКАЛЬНІ ТА МОНЕТАРНІ ІНСТРУМЕНТИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

FISCAL AND MONETARY INSTRUMENTS FOR ENSURING MACROECONOMIC STABILITY

У статті розглянуто теоретичні підходи до визначення сутності макроекономічної стабільності та обґрунтовано необхідність координації монетарної та фіскальної політики для її досягнення. Теоретичним підґрунтям наукового та прикладного інтересу стала дискусія щодо втрати лідерства фіскальної політики та зростання ролі монетарної та макропруденційної політики. Макроекономічну стабільність автори пов'язують з досягненням визначених макрофінансових індикаторів за певних інституційних умов. Вони доводять, що оптимальна координація рішень фіскальних і монетарних інститутів посилює синергетичний ефект від використання інструментарію фіскальної та монетарної політики. У статті зазначається, що політико-економічні умови формують новий інституційний дизайн макроекономічної стабільності. Автори роблять висновок про новий розподіл сфер відповідальності між регуляторами та формування нових інституційних балансів.

Ключові слова: монетарна політика, фіскальна політика, центральний банк, макроекономічне регулювання, макроекономічна стабільність, макроекономічний дизайн.

This article substantiates the argument for coordinating monetary and fiscal policy to achieve macroeconomic stability. It presents a range of theoretical approaches to the concept of macroeconomic stability within the context of the Keynesian-monetarist debate and the practice of macroeconomic regulation. The theoretical basis for the renewed academic and practical interest has been the scholarly debate regarding the waning influence of fiscal policy and the growing role of monetary and macroprudential policy in ensuring financial and monetary stability. The authors link macroeconomic stability to the achievement of macro-financial stability, which entails the attainment of macroeconomic objectives within the framework of defined macro-financial indicators under specific institutional conditions. Attention is paid to ensuring macroeconomic stability in the context of institutional change. The authors argue that optimal coordination of decisions by fiscal and monetary institutions enhances the synergies arising from the use of fiscal and monetary policy instruments. The article argues that the new political and economic conditions call for the formation of a new institutional design for relations between regulators, and the integration of the political, financial, organisational and operational components of macroeconomic stability, which are regulated at the institutional level. The article states that achieving strategic complementarity between fiscal and monetary policy requires the institutional independence of regulators. The authors conclude that, against a backdrop of accelerated institutional transformation, a new division of responsibilities between regulators and new institutional balances are emerging within the national economy. The authors conclude that optimising the level of regulators' independence and strengthening their institutional capacity ensures the implementation of a complex set of financial and economic tasks and enables regulators to effectively perform their assigned functions and be accountable for achieving macroeconomic policy objectives.

Keywords: monetary policy, fiscal policy, central bank, macroeconomic regulation, macroeconomic stabilisation, macroeconomic design.

Постановка проблеми. Забезпечити стабільне функціонування національної економіки під час війни виглядає непростою задачею. В умовах коли економічна нерівновага стає природною ознакою цифрового суспільства, а ресурсні та фінансові обмеження, тарифні суперечки, критична залежність від економічної допомоги партнерів, політична нестабільність та інші інституційні фактори посилюють свій дестабілізуючий вплив на економіку України, її вирішення потребує надзусиль і нестандартних практик державного регулювання економіки. Існуючий спектр підходів до змісту макроекономічної стабільності обумовлений розвитком наукової думки та практики макроекономічного регулювання в умовах постіндустріалізації та цифровізації. Традиційно забезпечення макроекономічної стабільності пов'язують з проведенням монетарної, фінансової і валютної політики. В останні роки, зазначена проблематика актуалізується в контексті забезпечення макрофінансової та інституційної стабільності. Особливої актуальності набуває розвиток теорії та практики макроекономічної стабільності в умовах інституційної невизначеності. Наявність різних теоретичних підходів до макроекономічного регулювання дає змогу, залежно від зміни умов, обирати найбільш адекватний із них і навіть коригувати його концептуальну основу.

Аналіз останніх джерел досліджень і публікацій. Проблема забезпечення макроекономічної стабільності досліджується в економічній літературі з часів виникнення кейнсіанської теорії та неокласичного синтезу в роботах Дж. М. Кейнса, Дж. Хікса, Е. Хансена, Р. Манделла та ін. Макроекономічну стабільність неокласики та кейнсіанці розглядають переважно з точки зору досягнення макроекономічної рівноваги на ринку праці, товарному, грошовому, зовнішньому ринках. Відомо, що сучасний консенсус між неокласиками та кейнсіанцями знайшов відображення в новій кейнсіанській моделі загальної рівноваги.

Грунтовний аналіз макроекономічної стабільності можна знайти в роботах сучасних дослідників. У самому загальному вигляді макроекономічна стабільність означає стан національної економіки, який характеризується певною стійкістю щодо впливу економічних та широкого кола інституційних факторів. Можна відмітити значну кількість сучасних досліджень, в яких розроблено методики оцінки макроекономічної стабільності національної економіки. Таку оцінку на основі аналізу коливань одного показника (ВВП) з можливим таргетуванням його номінального значення пропонує С. Шен [1]. Макроекономічну стабільність як довготривалу макроекономічну рівновагу, що виявляється в стабільності макроекономічних показників, розглядають

В. Маггі та Е. Кавалларо [2]. Н. Євтушенко, І. Макарчук та Л. Яременко індикаторами макроекономічної стабільності обрали фактичний ВВП, індекси споживчих і промислових цін, ділової активності, рівень безробіття, обсяги капітальних інвестицій, кредити в економіці тощо [3].

Питання макроекономічної стабільності, що традиційно обговорюється в межах кейнсіансько-монетарної дискусії, набуло нових рис у сучасних економічних дослідженнях. Досягнення макроекономічної стабільності пов'язують з відносно самостійним елементом – макрофінансовою стабільністю, що передбачає не тільки монетарну і фінансову стабільність, але й інституційну стійкість банківської системи та фінансових ринків. Забезпечення прийнятного рівня макрофінансової стабільності досягається в умовах певного балансу ризиків та інституційного дизайну (середовища). Макрофінансова стабільність виявляється у відсутності надмірних макроекономічних дисбалансів, вимірюваних на основі спеціальних методик (Macroeconomic imbalances procedure – MIP) [4].

Відомі національні та міжнародні методики оцінювання макроекономічної стабільності передбачають не тільки комплексний аналіз макроекономічних показників, а й урахування макрофінансових індикаторів. Зокрема, з метою ухвалення виважених управлінських рішень і визначення значень індикаторів бюджетної та боргової безпеки для міжнародних фінансових організацій у контексті надання подальшої фінансової допомоги Україні в умовах воєнного часу Н. Рудик пропонує структурувати макрофінансові індикатори за якісними параметрами в межах трьох ключових груп. Індикатори стабільності визначають стабільність дохідної бази формування бюджету та цільових державних фондів і включають показники фінансової та монетарної стабільності. Індикатори безпеки дають змогу оцінити достатність коштів, акумульованих у бюджеті та цільових фондах, для виконання державою своїх функцій та зобов'язань; вони охоплюють показники боргової та бюджетної безпеки. Індикатори ефективності характеризують управлінський чинник у процесі реалізації завдань, пов'язаних із забезпеченням стабільності та безпеки, і включають показники ефективності управління державними видатками та державними запозиченнями [5].

Очевидна тенденція до поглиблення аналізу макроекономічної стабільності введенням до моделей економічної рівноваги показників інституційного середовища. Так, Т. Затонацька та Я. Решетняк вважають Індекс економічної свободи (Index of Economic Freedom), до якого включено комплекс інституційних показників – стан національного законодавства та податкової системи, рівень керованості ринку та

низку інших чинників, – важливим міжнародним індексом макроекономічної стабільності [6]. Водночас поширеною є думка, що політична нестабільність зумовлює загальну вразливість, а проблема забезпечення макроекономічної стабільності часто зводиться до певного типу державного управління [7].

Так, нова кейнсіанська модель рівноваги, яка враховує інституційні фактори та основні принципи монетаризму, містить рівняння рівноваги на товарному ринку (IS), тоді як функція рівноваги грошового ринку (LM) в ній відсутня. Водночас аналітичні можливості моделі щодо визначення умов рівноваги обмежуються не стільки відсутністю явної функції LM, скільки значною кількістю інституційних факторів. Введення до макроекономічного аналізу інституційних моделей поведінки не завжди додає дослідженню додаткового обґрунтування. Так, на думку Г. Епштейна, макроекономічні моделі можуть мати «малозначущі інституційні, політичні та емпіричні фактори, які руйнують їхні пропозиції щодо макроекономічної політики ... і не мають великого практичного значення для її формування» [8]. Як бачимо, до використання інституційних змінних в макроекономічних моделях необхідно ставитися з обережністю.

Очевидна доцільність визначення загального комплексного індикатора макроекономічної стабільності. Методологічне підґрунтя для інтегрального оцінювання макроекономічної стабільності національної економіки можна знайти в роботах О. Люльова [9]. І. Діденко та А. Єфименко пропонують інтегральний показник макроекономічної стабільності. Для аналізу ними виділено статистично значущі показники, що надаються World Bank: ВВП, рівень інфляції, рівень безробіття, індекс Джині, валовий національний дохід (ВНД).

$$IIMS_j^{DF} = \frac{\sum_{j=1}^n S_{ij}}{\max \left\{ \sum_{j=1}^n S_{ij} \right\}}$$

де S_{ij} – нормалізований i -й показник за j -й період часу;

$IIMS$ – інтегральний індекс макроекономічної стабільності країни за j -й період часу [10, С. 84–92].

Наведений інтегральний показник створює можливість для визначення сукупного впливу найбільш значущих чинників макроекономічної стабільності, виокремлених за допомогою методу головних компонент. Як бачимо, для оцінки макроекономічної стабільності чи нестабільності нині використовують широкий спектр макростабілізаційних критеріїв, що об'єднують фінансові, монетарні та інституційні показники.

Метою дослідження є вдосконалення концептуальних підходів до забезпечення макроекономічної

стабільності та розвитку механізму макроекономічного регулювання в Україні на основі перегляду його стратегічних і тактичних напрямів у сучасних умовах. Досягнення цієї мети передбачає проведення системного дослідження макроекономічного регулювання національної економіки в контексті забезпечення макроекономічної стабільності.

Виклад основного матеріалу дослідження. Розвиток нового неокласичного синтезу, нового монетаризму (ММТ), посткейнсіанства, нового інституціоналізму поглибили давню дискусію навколо традиційних питань і надали їй нових рис. Де межі державного втручання в економіку при існуючих інституційних обмеженнях, чи доцільно проводити активну економічну політику, особливо в її дискреційному варіанті, яким має бути співвідношення фінансово-монетарних дій, щоб досягти синергетичного ефекту від використання наявного інструментарію макроекономічного регулювання та ін.?

Ідея стратегічного лідерства фінансової політики є поширеною в економічній літературі, хоча важлива роль монетарної та макропруденційної політики у забезпеченні фінансової та цінової стабільності також не підлягає сумніву [11–14]. Відтак питання економічної політики в умовах війни, доцільно розглядати крізь призму досягнення максимальної ефективності фінансової політики. Першочерговість фінансування оборонних видатків за мінімально достатнього рівні фінансування науки, освіти, охорони здоров'я тощо стає обмежувальним чинником оптимізації бюджетних доходів і видатків та загалом макроекономічного регулювання національної економіки.

Досвід макроекономічного регулювання доводить необхідність дотримання відомих правил фінансової політики. Перше правило – правило щорічно збалансованого бюджету. Потреба в такому балансуванні зумовлена ризиками накопичення бюджетних дефіцитів і зростання державного боргу. Водночас критична важливість макрофінансової допомоги для покриття бюджетних дефіцитів всупереч праву очевидна. Накопичення державного та гарантованого державою боргу України відбувається як в абсолютному вимірі, так і у відношенні до ВВП. Якщо станом на 28 лютого 2022 року державний та гарантований державою борг України становив 93,32 млрд дол. США (78,4 % до ВВП), в тому числі: державний та гарантований державою зовнішній борг – 56,83 млрд дол. США (60,90 % від загальної суми державного та гарантованого державою боргу); державний та гарантований державою внутрішній борг – 36,49 млрд дол. США (39,10%), то станом на 31 грудня 2025 року державний та гарантований державою борг України становив 213,33 млрд дол. США, (110,5% до ВВП), а саме: державний та гаран-

тований державою зовнішній борг – 165,41 млрд дол. США (77,53 % загальної суми державного та гарантованого державою боргу); державний та гарантований державою внутрішній борг – 47,93 млрд дол. США (22,47 %) [15; 16]. В умовах війни правило щорічно збалансованого бюджету є несумісним із критичною необхідністю фінансування військових програм за умов значного вичерпання фіскальних можливостей і складнощів у залученні зовнішньої макрофінансової допомоги.

Друге правила проведення фіскальної політики – правило циклічно збалансованого бюджету, яке орієнтує не на балансування економіки, а на балансування бюджету в довгому періоді. Такий підхід в умовах війни є неприпустимим. Правила щорічно чи циклічно збалансованого бюджету мають бути відкинута на користь правила функціональних фінансів.

Відповідно до правила функціональних фінансів Державний бюджет використовується лише як інструмент для підтримання стабільності економіки. В умовах війни питання джерел фінансування державних видатків є другорядним, а визначальними є терміни та обсяги отриманих ресурсів і політико-економічні умови їх надання.

Проблема фінансування бюджетного дефіциту теоретично може бути вирішеною в короткому періоді за рахунок позик у комерційних банків. Дійсно, внутрішня заборгованість держави перед фінансовими установами зростає з 1,18 млрд грн у 2022 році до 61,28 млрд грн у 2025 році. Однак зазначена сума є незіставною з обсягом внутрішньої заборгованості держави, який становить 2031, 5 млрд грн. Це свідчить про недостатню кредитну потужність банківської системи України, незначну еластичність інвестицій щодо зміни процентної ставки та критичну залежність від інших джерел фінансування [16]. Необхідно враховувати, що макрофінансова допомога стала основним антиінфляційним інструментом в руках центрального уряду.

У межах дискусії про ефективність антикризових і стабілізаційних фіскально-монетарних заходів монетаристи завжди доводять незаперечну перевагу монетарної політики над дискреційною фіскальною політикою. На їхню думку, саме монетарна політика, посилена правильним валютним регулюванням, здатна пожвавити інвестиційну активність і забезпечити досягнення макроекономічної стабільності.

Висновки М. Фридмена про необхідність дотримання грошового правила, відповідно до якого постійний темп зростання грошової маси на рівні 3–5 % щорічно усуває прояви макроекономічної нестабільності. Дійсно, постійний темп зростання грошової пропозиції за умови постійної швидкості обігу грошей стабілізує сукупний попит. Монетаристи ставлять під сумнів доцільність будь-яких дискре-

ційних фіскально-монетарних заходів, які призводять до зміни темпів зростання грошової пропозиції і, відповідно, швидкості обігу грошей, ускладнюючи утримання інфляції в встановлених межах. Реалістичність дотримання цього правила в умовах війни та невизначеності вкрай сумнівна.

Друге монетарне правило передбачає зростання грошової маси відповідно до прогнозованих темпів зростання номінального ВВП. Правило орієнтує регулятора на проведення активної монетарної політики, спрямованої на нейтралізацію наслідків зміни швидкості обігу грошей, стабільність цін і виробництва відповідно до раніше запланованих темпів зростання номінального ВВП. Складність додержання цього правила пояснюється можливою зміною темпів зростання грошової маси та сукупного попиту в умовах непрогнозованих підвищених ризиків і загальної нестабільності. Третє, більш реалістичне правило проведення монетарної політики, передбачає контроль ЦБ за темпами зростання грошової маси та, відповідно, рівнем цін.

Історичний досвід ведення війн доводить пріоритетність досягнення та підтримка цінової стабільності як основи економічної та соціально-політичної стійкості суспільства. Встановлений в Україні монетарний режим, спрямований на нейтралізацію зміни швидкості обертання грошей та забезпечення цінової стабільності, виглядає єдиним правильним рішенням. Цей режим, закріплений в Основних засадах грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, відповідає об'єктивним вимогам воєнного часу.

До повномасштабного вторгнення Національний банк України реалізовував свою монетарну політику на засадах повноцінного режиму інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом. На початку повномасштабного вторгнення національному банку довелося перейти до режиму фіксованого обмінного курсу, запровадити жорсткі адміністративні обмеження на валютному ринку, зокрема щодо транскордонного руху капіталу, а також вдатися до емісійного фінансування державного боргу для підтримки обороноздатності країни. Роль основного монетарного інструменту перейшла від процентної ставки до валютних інтервенцій, завдяки яким національний банк забезпечував фіксацію обмінного курсу та стабілізував економічні очікування. Упродовж 2022–2023 років загальний рівень невизначеності суттєво зменшився, вдалося суттєво сповільнити інфляцію та відновити дієвість облікової ставки. У 2024 році НБУ зміг перейти до керованої гнучкості курсу – проміжного режиму на шляху повернення до повноцінного ІТ з плаваючим обмінним курсом. Поточний монетарний режим передбачає повернення до гнучкого ІТ і визначає пріоритетність

досягнення та підтримання цінової стабільності. Політика національного банку спрямована на гнучкіше реагування на макроекономічну турбулентність (відхилення поточної динаміки макроекономічних показників від їх прогнозних траєкторій, суттєві зміни у балансі ризиків для інфляційної динаміки, стійкості та контрольованості ситуації на валютному ринку), забезпечення балансу між утриманням під контролем інфляційних процесів і підтриманням відновлення економіки від наслідків війни, за умови що це не створює загроз стійкого розбалансування інфляційних очікувань [17].

Питання поєднання фіскальних та монетарних інструментів стабілізаційної політики є особливо складним в умовах війни й не має однозначної відповіді. Забезпеченість державного сектора економіки грошима виступає умовою фінансування необхідних урядових програм. Однак фінансування автономних державних інвестицій не обов'язково означає застосування дискреційних монетарних заходів. В умовах низької еластичності процентної ставки щодо зростання грошової маси, створення нових грошей і збільшення кредитної пропозиції, хоча й приводить до незначного зниження процентної ставки ($\partial i / \partial M_s < 0$), може мати небажані інфляційні наслідки. Якщо центральний банк збільшить грошову пропозицію, а процентна ставка знизиться, це не означатиме, що зростання попиту на грошовому ринку обов'язково приведе до підвищення попиту на інвестиції на товарному ринку ($\partial I / \partial i < 0$). Уряд і центральний банк завжди намагаються дійти до компромісного рішення щодо поєднання фіскальних і монетарних інструментів для стимулювання випуску, контролю за величиною державного боргу та стримування інфляції.

Використання моделі $IS = LM$ дає можливість застосувати мультиплікатори доходу для аналізу результатів зростання інструментальних змінних фіскальної та монетарної політики (автономних інвестицій I та автономного зростання грошової пропозиції M_s). Із формули мультиплікатора автономних інвестицій (1)

$$\frac{\partial Y}{\partial I} = \frac{\frac{dL_2}{di}}{\frac{\partial S}{\partial Y} \frac{\partial L_2}{\partial i} + \frac{\partial I}{\partial i} \frac{\partial L_1}{\partial Y}}, \quad (1)$$

видно, що факторами мультиплікації доходу є гранична схильність до заощадження ($\partial S / \partial Y > 0$), гранична потреба в операційній касі ($\partial L_1 / \partial Y > 0$), реакція попиту на спекулятивну касу на зміну процентної ставки ($\partial L_2 / \partial i \leq 0$) та реакція інвестицій на зміну процентної ставки ($\partial I / \partial i \leq 0$). Граничні значення мультиплікатора можуть коливатися від 0 до максимального значення у базовій кейнсіанській

моделі $\partial Y / \partial I = 1 / (dS/dY)$. Максимальна мультиплікація доходу досягається при максимальному впливі ефекту доходу ($\partial I / \partial i = 0$) та повному спустошенні спекулятивної каси ($\partial L_2 / \partial i = -\infty$).

Якщо центральний банк змушений вдаватися до дискреційних монетарних заходів, зміна доходу при зростанні грошової маси $\partial Y / \partial M_s$, виходячи із умов рівноваги товарного і грошового ринків, визначається формулою стандартного мультиплікатора (2):

$$\frac{\partial Y}{\partial M_s} = \frac{1}{\frac{\partial L_2}{\partial Y} \frac{\partial S}{\partial i} + \frac{\partial L_1}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial i}}, \quad (2)$$

Мультиплікація доходу відбувається в результаті зменшення процентної ставки та зростання інвестицій, еластичних до зміни процентної ставки, в інтервалах: $-\infty \leq \partial I / \partial i < 0$ та $-\infty < \partial L_2 / \partial i \leq 0$. Максимальний мультиплікативний ефект досягається за умови $\partial I / \partial i = -\infty$, та $\partial L_2 / \partial i = 0$. Як бачимо, максимальна результативність фінансових і монетарних заходів досягається за різних (протилежних) умов на товарному та грошовому ринках. Дослідження функцій (1–2) доводить, що одночасне додержання фіскальних та монетарних правил, які часто є взаємовиключними, ускладнює проведення фіскально-монетарних заходів макроекономічного регулювання. Спроби збільшити автономні державні видатки в умовах бюджетного дефіциту та повного вичерпання грошей операційної каси для фінансування державних інвестицій, за жорстких обмежень грошової маси з боку центрального банку, перетворюються на проблему узгодження фінансових і монетарних дій. В умовах війни ефективна координація монетарної та фіскальної політики є ключовим фактором забезпечення цінової стабільності.

З початку війни Міністерство фінансів України забезпечує зростаючі потреби державного сектора економіки в грошових ресурсах. Формування доходів державного бюджету із залученням значних обсягів іноземної макрофінансової допомоги актуалізує питання оптимізації бюджетно-податкової політики в умовах рецесійного розриву, обмежених можливостей посилення фіскального тиску на підприємницький сектор і домогосподарства. Загальні фінансові потреби державного сектору економіки переважно забезпечуються поза банківською сферою. Фундаментальним фактором фінансового ринку стала міжнародна фінансова допомога. Так, в доходній частині бюджету 2025 року від Європейського Союзу, урядів іноземних держав, міжнародних організацій, донорських установ отримано надходжень на суму 548 013,6 млн грн (14.29%) при загальній сумі надходжень 3 834 209,6 млн грн. Дефіцит державного

бюджету склав 1635782,2 млн грн, що становило 18,1% ВВП [18]. Видатки державного бюджету в 2025 році становили 5473577,2 млн грн. При цьому витрати на безпеку та оборону склали 56,09% загального обсягу видатків, а витрати на обслуговування державного боргу – 6,5%, що створює суттєвий тиск на державні фінанси і монетарну сферу [19]. Очевидно, що існуючі способи фінансування бюджетного дефіциту спрямовані на стримання інфляції, хоча водночас призводять до перекладання боргового тягара на майбутні покоління.

З метою оптимізації видатків державного бюджету уряд відмовився від хибної практики розпорощування бюджетних коштів на сотні програм, коли жодна з них не отримувала належного фінансування, не виконувалася і не приносила користь суспільству та економіці. Нині Уряд визначає конкретні сфери, які отримують пріоритетну увагу та фінансування: обороноздатність, соціальні стандарти, освіта, охорона здоров'я, дипломатія, АПК, створення Дорожнього фонду, енергоефективність, культура і децентралізація [20]. Дотримання інституційних засад ефективного використання бюджетних коштів, в умовах парламентсько-президентської форми правління, завжди ускладнюється необхідністю враховувати економічні інтереси груп впливу, інституційні обмеження тощо.

Обмеженість фінансових ресурсів вимагає від НБУ раціоналізації кредитування, жорстко узгодженого з максимальною кількістю грошей. Порівняння статистичних даних за період 2020–2025 років свідчить про значно вищі темпи зростання грошової маси порівняно зі зростанням реального ВВП. Привертає увагу також розширення розриву між показниками грошової маси (зокрема, темпи зростання грошового агрегату М3 перевищували темпи зростання грошової бази) та реального ВВП (табл. 1), що опосередковано відображає інфляційний ефект, зумовлений скороченням пропозиції товарів і послуг у невоєнному секторі економіки. Важливим показником зменшення купівельної спроможності на-

ціональної валюти та фактором споживчої інфляції є зростання індексу цін виробників. Падіння цього індексу з 47,3 до 18,0 % протягом 2022–2025 років (табл. 1) свідчить про певне стримування внутрішніх факторів інфляції.

Дійсно, статистичні дані не підтверджують теоретичні очікування щодо інфляційного зростання обсягів готівкового обігу під час воєнних дій. Попри тривалу війну та зростання загальної невизначеності, частка готівки поза банками (агрегат М0) – одного з потенційних джерел інфляційного тиску – у структурі грошової маси протягом 2022–2025 років зменшилася з 26,6% до 21,5% [21]. Подібний результат Ю. Бугель пояснює активним розвитком електронної комерції, який спостерігався ще від початку пандемії COVID-19, зміною поведінки споживачів на користь безпечніших онлайн платформ та поступовим занепадом традиційних відкритих міських ринків у зонах активних бойових дій [22]. Як бачимо, переваги ліквідності на грошовому ринку є незначними, а спекулятивна каса не спустошена.

На зменшення інфляційного впливу державних і банківських позик на грошову сферу вплинули заходи з максимізації внутрішнього (переважно позабанківської сфери) та зовнішнього боргу. Фактором гальмування інфляції стали висока процентна ставка (табл. 1) і зменшення обсягів банківських кредитів приватному сектору.

В умовах війни зростає перевага ліквідності, висока процентна ставка не сприяє фінансуванню інвестицій за рахунок кредитних ресурсів, а ризики довгострокових вкладень є значними, що зумовлює зниження схильності до інвестування. Водночас з'явилися інвестори, поведінка яких є нееластичною щодо зміни процентної ставки та більше залежить від галузевої кон'юнктури; саме такі інвестори забезпечили кратне зростання виробництва озброєнь.

У 2026 році основними причинами інфляції стають екзогенні фактори. Посилення глобальної нестабільності виявляється в дезорганізації фінансових і сировинних ринків, політичних проблемах.

Таблиця 1

**Зміни макроекономічних індикаторів у 2020–2025 рр.
(до попереднього року, у %)**

Показники	Роки					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Індекси фізичного обсягу ВВП	-3,8	3,4	-28,8	5,5	3,2	1,8
Індекси споживчих цін	2,7	9,4	20,2	12,9	6,5	12,7
Індекси цін виробників	-1,6	40,8	47,3	24,2	19,7	18,0
Індекси дефлятора ВВП	10,3	24,8	34,2	19,9	12,0	14,5
Грошова база	24,8	12,4	19,6	23,3	14,7	13,2
Грошовий компонент М3	21,1	13,7	12,9	21,6	12,6	14,1
Облікова ставка НБУ на 31.12.	6,0	9,0	25,0	15,0	13,5	15,5

Джерело: за даними [23–24]

У національних економіках формуються нові макроекономічні пропорції, інституціоналізуються нові сфери відповідальності між регуляторами, з новими для них інструментами впливу та інституційними балансами. Уряди та Центральні банки мають докласти більше зусиль для підтримання макроекономічної та фінансової стабільності для недопущення світової рецесії.

Нові інституційні баланси створюють новий дизайн макроекономічної стабільності. Зміст такого дизайну формують системи норм, правил і стимулів, на основі яких інституціоналізуються узгоджені процедури, призначені для ефективної взаємодії економічних регуляторів, інших важливих інститутів публічної влади для досягнення предметних цілей макроекономічної політики.

Нового змісту набуває проблема стратегічної компліментарності інструментів фіскальної і монетарної політики, доцільності інституційної незалежності регуляторів. Гармонійне поєднання регламентованих у інституційному вимірі політичної, фінансової, організаційної та операційної складових макроекономічного дизайну означає оптимізацію рівня незалежності регуляторів та посилення їх інституційної спроможності забезпечити координацію між монетарною та фіскальною політикою.

Інституціоналізація відносин між регуляторами та центрами прийняття політико-економічних рішень упорядковує правила координації фіскально-монетарних дій, спрямованих не просто на досягнення визначених макроекономічних цілей (стабільність цін, економічне зростання, низький рівень безробіття) в межах визначених макрофінансових індикаторів, але й на формування фінансової екосистеми.

У стратегії НБУ зазначається важливість формування фінансової екосистеми як сукупності учасників фінансового ринку та інших сторін, що взаємодіють між собою одночасно на засадах співпраці та конкуренції з метою створення та надання фінансових продуктів і послуг. Ефективна фінансова екосистема є елементом інституційного дизайну, що під час війни забезпечує синергію ключових гравців екосистеми та стає ще важливішою для збереження фінансової стійкості країни та забезпечення фінансової інклюзії громадян [25].

Так, у 2023 році Національний банк України, Міністерство фінансів України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб затвердили, а в 2025 році оновили Стратегію розвитку фінансового сектору України, що стала виявом змін в інституційному дизайні макроекономічної стабільності. У Стратегії визначено п'ять напрямів розвитку: фінансова стабільність, макроекономічний розвиток, фінансова інклюзія, розвиток фінансових ринків та ін-

новаційний розвиток. Кожен напрямок має свої стратегічні цілі та індикатори виконання. Основні зміни в оновленій Стратегії стосуються розширення заходів для макроекономічної та фінансової стабільності та спрямовані на забезпечення надійності й ефективності роботи фінансової системи, модернізацію ринків капіталу та розвиток інфраструктури ринків капіталу, інтеграцію українського фінансового сектору в європейський простір [26]. Інституціоналізація відносин між регуляторами та центрами політико-економічної влади, а також інтегрованість і регулярність комунікації регуляторів з учасниками фінансової екосистеми створює нові риси інституційного дизайну.

Висновок. Розвиток теорії та практики макроекономічного регулювання привів до певного консенсусу щодо шляхів досягнення макроекономічної стабільності. В умовах нестачі фінансових ресурсів, залежності від міжнародних фінансових організацій, а також наявних проблем в сфері державного управління, фінансового регулювання і нагляду центральний уряд та НБУ забезпечують координацію використання інструментів фіскальної та монетарної політики для досягнення синергетичного макроекономічного ефекту.

Узгоджені фіскальні та монетарні заходи спрямовано на фінансування оборонних та мінімально необхідних соціальних програм. Основним елементом макроекономічної стабільності в Україні визначено монетарну стабільність. Спектр цілей монетарної політики НБУ звужений та спрямований на підтримку цінової стабільності. Регулювання монетарних процесів, орієнтованих на цінову стабільність, уряд доповнює макропруденційним регулюванням, орієнтованим на фінансову стабільність. Макроекономічна стабільність забезпечується монетарними (обмеження грошової маси, високий рівень облікової ставки, зменшення обсягів кредитування комерційними банками), так і немонетарними (заходи з максимізації внутрішнього та зовнішнього боргу) методами. Способи фінансування бюджетного дефіциту, що переважно спираються на позабанківські джерела, однак водночас призводять до перекидання боргового тягаря на майбутні покоління.

Обмеженість фінансових ресурсів вимагає від Уряду та НБУ макрофінансового регулювання, націленого на раціоналізацію кредитування, жорстко узгоджену з максимальною кількістю грошей, оптимізацію системи управління грошово-фінансовими ресурсами та інституціоналізацію діяльності регуляторів фінансового та грошового ринків. Макрофінансове регулювання руху фінансових потоків спирається на ефективну інституціоналізацію координації монетарної та фіскальної політики, а питання ступеня незалежності центрального банку в умовах війни є складним питанням. Інституційна незалежність центрального банку не є визначальною

умовою для проведення ефективної макроекономічної політики, однак, за певних умов, стає фактором ефективності фіскально-монетарних дій.

Війна завжди прискорює інституційну трансформацію суспільних відносин, формування нових макроекономічних пропорцій, інституціоналізацію нового розподілу сфер відповідальності між регуляторами і нові інституційні баланси. Інституціоналізація відносин між регуляторами та центрами при-

йняття політико-економічних рішень упорядковує новий інституційний дизайн макроекономічної стабільності. Від ефективності макроекономічного регулювання залежать фінансова стабільність і функціонування економіки в умовах війни. Не зважаючи на всі складності воєнного часу, макроекономічне регулювання демонструє свою адекватність реальному стану економічних і соціальних процесів, а також здатність до гнучкого коригування.

Список літератури:

1. Chen S.-H. A note on nominal GDP targeting and macroeconomic (in) stability. *Macroeconomic Dynamics*. 2019. Vol. 23. Iss. 8. P. 3483–3508. DOI: <https://doi.org/10.1017/S1365100518000111>
2. Cavallaro E., Maggi B. State of confidence, overborrowing and macroeconomic stabilization in out-of-equilibrium dynamics. *Economic Modelling*. 2016. Vol. 59. P. 210–223. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.06.015>
3. Євтушенко Н.М., Макарчук І.М., Яременко Л.М. Макроекономічна стабільність в Україні. *Молодий вчений*. 2016. № 3 (30). URL: <http://molodyvcheny.in.ua/files/journal/2016/3/19.pdf>
4. Мальковська Ю. Б. Формування інституційного дизайну макрофінансової стабільності: практика ЄС та уроки для України. *Економіка та держава*. 2020. № 6. С. 213–219. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2020.6.213>
5. Рудик Н.В. Оцінка макрофінансової стабільності в Україні: ключові індикатори для міжнародних фінансових організацій. *Економіка та суспільство*. 2024. № 66. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-66-14>
6. Затонацька Т. Г., Решетняк Я. В. Макроекономічна стабільність: аспекти децентралізації. *Вісник СумДУ. Серія «Економіка»*. 2018. № 1. С. 72–80.
7. Красота О. Модель стратегії макроекономічної стабілізації національної економіки на засадах соціальної інклюзії. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія: «Економіка»*. 2024. № 1 (224). С. 45–54.
8. Epstein, G. The Empirical and Institutional Limits of Modern Money Theory. *Political Economy Research Institute (PERI)*. 2019. Vol. 52. P. 772–780. DOI: <https://doi.org/10.1177/0486613420912464>
9. Люльов О. В. Макроекономічна стабільність національної економіки : монографія. Суми : Університетська книга, 2018. 260 с.
10. Діденко І.В., Єфіменко А.Ю. Оцінка інтегрального показника макроекономічної стабільності. *Економіка та право*. 2023. № 1. С. 84–92. DOI: <https://doi.org/10.15407/econlaw.2023.01.084>
11. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model. *NBER Working Paper*. 2005. Vol. 20. P. 383–425. URL: <https://www.jstor.org/stable/3585431>
12. Persson M., Persson T. Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution. *Econometrica*. 2006. Vol. 74. P. 193–212. URL: <https://www.jstor.org/stable/3598927>
13. Dixit A., Lambertini L. Symbiosis of Monetary and Fiscal Policies in a Monetary Union. *Journal of International Economics*. 2003. Vol. 60 (2). P. 235–247. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00048-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00048-X)
14. Svensson L. The Future of Monetary Policy and Macroprudential Policy. *The Future of Central Banking*. (2018). P. 69–123. URL: <https://larseosvensson.se/files/papers/the-future-of-monetary-policy-and-macroprudential-policy.pdf>
15. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 28.02.2023. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>
16. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України станом на 31.12.2025. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>
17. Про монетарну політику. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about#:~:text=%D0%9D%D0%B0%8E>
18. Доходи держбюджету України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/income/>
19. Видатки держбюджету України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/expense/2025/>
20. Бюджетна політика. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/budget-policy>
21. Грошово-кредитна та фінансова статистика. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2025-11.pdf?v=16
22. Бугель Ю. Грошовий обіг та грошова система України в умовах воєнного стану: проблеми та перспективи розвитку. *Економічний аналіз*. 2024. Том 34. № 4. С. 305–314.
23. Макроекономічні показники. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
24. Національний банк України. Макроекономічна статистика. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2020-12.pdf?v=16
25. Фінансова фортеця України. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_NBU.pdf?v=16
26. Оновлена Стратегія розвитку фінансового сектору України: збереження стабільності, залучення інвестицій та євроінтеграція. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/onovlenna-strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-zberejennya-stabilnosti-zaluchennya-investitsiy-ta-yevrointegratsiya>

References:

1. Chen S.-H. (2019) A note on nominal GDP targeting and macroeconomic (in) stability. *Macroeconomic Dynamics*, vol. 23 (8), pp. 3483–3508. DOI: <https://doi.org/10.1017/S1365100518000111>
2. Cavallaro E., Maggi B. (2016) State of confidence, overborrowing and macroeconomic stabilization in out-of-equilibrium dynamics. *Economic Modelling*, vol. 59, pp. 210–223. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.06.015>
3. Yevtushenko N.M., Makarchuk I.M., Yaremenko L.M. (2016) Makroekonomichna stabilnist v Ukraini. *Molodyi vchenyi*, no. 3 (30). Available at: <http://molodyvchenyi.in.ua/files/journal/2016/3/19.pdf>
4. Malkovska Yu. B. (2020) Formuvannia instytutsiinoho dyzainu makrofinansovoi stabilnosti: praktyka YeS ta uroky dlia Ukrainy. *Ekonomika ta derzhava*, no. 6, pp. 213–219. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2020.6.213>
5. Rudyk N.V. (2024) Otsinka makrofinansovoi stabilnosti v Ukraini: kluchovi indykatory dlia mizhnarodnykh finansovykh orhanizatsii. *Ekonomika ta suspilstvo*, no. 66. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-66-14>
6. Zatonatska T. H., Reshetniak Ya. V. (2018) Makroekonomichna stabilnist: aspekty detsentralizatsii. *Visnyk SumDU. Seriya "Ekonomika"*, no. 1, pp. 72–80.
7. Krasota O. (2024) Model stratehii makroekonomichnoi stabilizatsii natsionalnoi ekonomiky na zasadakh sotsialnoi inkluzii. *Visnyk Kyivskoho natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya: «Ekonomika»*, no. (224), pp. 45–54.
8. Epstein G. (2019) The Empirical and Institutional Limits of Modern Money Theory. *Political Economy Research Institute (PERI)*, vol. 52, pp. 772–780. DOI: <https://doi.org/10.1177/0486613420912464>
9. Liulov O. V. (2018) Makroekonomichna stabilnist natsionalnoi ekonomiky: monohrafiia. Sumy : Universytetska knyha, p. 260.
10. Didenko I.V., Yefimenko A.Iu. (2023) Otsinka intehrlnoho pokaznyka makroekonomichnoi stabilnosti. *Ekonomika ta pravo*, no. 1, pp. 84–92. DOI: <https://doi.org/10.15407/econlaw.2023.01.084>
11. Schmitt-Grohe S., Uribe M. (2005) Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model. *NBER Working Paper*, vol. 20, pp. 383–425. Available at: <https://www.jstor.org/stable/3585431>
12. Persson M., Persson T. (2006) Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution. *Econometrica*, vol. 74, pp. 193–212. Available at: <https://www.jstor.org/stable/3598927>
13. Dixit A., Lambertini L. (2003) Symbiosis of Monetary and Fiscal Policies in a Monetary Union. *Journal of International Economics*, vol. 60 (2), pp. 235–247. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00048-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00048-X)
14. Svensson L. (2018) The Future of Monetary Policy and Macroprudential Policy. *The Future of Central Banking*, pp. 69–123. Available at: <https://larseosvensson.se/files/papers/the-future-of-monetary-policy-and-macroprudential-policy.pdf>
15. Informatsiina dovidka shchodo derzhavnogo ta harantovanoho derzhavoiu borhu Ukrainy stanom na 28.02.2023. Available at: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavniy-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>
16. Informatsiina dovidka shchodo derzhavnogo ta harantovanoho derzhavoiu borhu Ukrainy stanom na 31.12.2025. Available at: <https://www.mof.gov.ua/uk/derzhavniy-borg-ta-garantovaniy-derzhavju-borg>
17. Pro monetarnu polityku. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about#:~:text=%D0%9D%D0%B0%8E>
18. Dokhody derzhbiudzhetu Ukrainy. Available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/income/>
19. Vydatky derzhbiudzhetu Ukrainy. Available at: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/expense/2025/>
20. Biudzhetna polityka. Available at: <https://www.mof.gov.ua/uk/budget-policy>
21. Hroshovo-kredytna ta finansova statystyka. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2025-11.pdf?v=16
22. Buhel Yu. (2024) Hroshovyi obih ta hroshova systema Ukrainy v umovakh voiennoho stanu: problemy ta perspektyvy rozvytku. *Ekonomichnyi analiz*, vol. 34, № 4, pp. 305–314.
23. Makroekonomichni pokaznyky. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators>
24. Natsionalnyi bank Ukrainy. Makroekonomichna statystyka. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MFS_2020-12.pdf?v=16
25. Finansova fortetsia Ukrainy. Natsionalnyi bank Ukrainy. Available at: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_NBU.pdf?v=16
26. Onovlena Stratehiia rozvytku finansovoho sektoru Ukrainy: zberezhenia stabilnosti, zaluchennia investytsii ta yevrointehrtsiia. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/onovlena-strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-zberezheniya-stabilnosti-zaluchennya-investitsiy-ta-yevrointegratsiya>

Стаття надійшла: 29.04.2026

Стаття прийнята: 25.05.2026

Стаття опублікована: 06.07.2026