

**ДЕРЖАВНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**

**ДЕРЖАВНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**

Кваліфікаційна наукова  
праця на правах рукопису

**БЕРЕЗНИЙ МАКСИМ МИХАЙЛОВИЧ**

**УДК 336.74:338.24.021.1(477)**

**ДИСЕРТАЦІЯ  
ФІНАНСОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА  
В УМОВАХ ОСОБЛИВОГО ПЕРІОДУ**

**Спеціальність 072 – Фінанси, банківська справа та страхування**

**Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії**

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,  
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

\_\_\_\_\_ М. М. Березний

**Науковий керівник**

**Канєва Тетяна Володимирівна**

**доктор економічних наук, професор**

**Київ 2026**

## АНОТАЦІЯ

*Березний М. М.* Фінансово-кредитна політика в умовах особливого періоду.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» (07 «Управління та адміністрування»). – Державний торговельно-економічний університет, Київ, 2026.

Дисертація є комплексним дослідженням теоретичних засад та удосконалення методологічних положень фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду.

Сучасний етап державотворення в Україні характеризується безпрецедентними викликами, зумовленими повномасштабною збройною агресією. Введення воєнного стану суттєво змінили умови функціонування національної фінансової системи. Якщо у мирний час пріоритетами фінансово-кредитної політики виступали соціально-економічний розвиток, цінова стабільність та інвестиційна привабливість, то з 2022 року ключовим завданням стало фінансування сектору національної безпеки і оборони та утримання макрофінансової стабільності в умовах обмеженості фінансових ресурсів. Перехід до воєнного стану спричинила структурну деформацію публічних фінансів: втрати значної частини валового внутрішнього продукту, руйнування промислової бази, вимушеної міграції мільйонів громадян та значне зростання рівня бюджетного дефіциту і державного боргу. У цих умовах традиційні монетарні та фіскальні інструменти, розроблені для циклічних рецесій мирного часу, виявилися недостатньо ефективними. Держава зіткнулася з необхідністю пошуку дієвих фінансових механізмів формування внутрішніх та залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

Проблематика фінансового забезпечення в умовах воєнного стану потребує глибокого теоретичного осмислення. Особливо важливим є стратегія довгострокової стійкості та повоєнного відновлення економіки. Необхідність розробки цілісної наукової концепції удосконалення фінансово-кредитної

політики, яка б поєднувала завдання національної безпеки і оборони, соціального захисту населення та стимулювання економічного зростання в умовах воєнного стану. Зазначене свідчить про актуальність дисертаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об'єкту і предмету дослідження.

Об'єктом дослідження є процеси формування та реалізації фінансово-кредитної політики держави в умовах макроекономічної нестабільності та воєнних викликів.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних засад, методологічних положень функціонування фінансової системи країни, механізмів фіскального та монетарного регулювання економіки в умовах особливого періоду.

У роботі застосовано сукупність методів і підходів, що дозволило реалізувати концептуальну єдність дослідження. Діалектичний, системний та структурний методи використано при розкритті економічної сутності формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду. За допомогою статистичного, порівняльного та факторного методів узагальнено зарубіжний досвід фінансово-кредитного забезпечення економіки. Методи наукового абстрагування, синтезу застосовано при розвитку положення щодо формування фінансово-кредитної політики суспільного розвитку.

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань формування та реалізації фінансово-кредитної, бюджетно-податкової політики, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Національного банку України, Міністерства економіки України, Державної служби статистики України, Державної казначейської служби України, Державної аудиторської служби України, Державної податкової служби України, відповідні монографії, наукові статті вітчизняних та зарубіжних вчених.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розкритті економічної сутності формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики, яка передбачає жорстку акумуляцію фінансових ресурсів для потреб національної

оборони та безпеки, що ґрунтуються на принципах макрофінансової стійкості, фінансової самодостатності, адаптивності та прозорості, взаємоузгодженості фіскальних і монетарних цілей, та надасть можливість підвищення рівня резильєнтності національної економіки в умовах особливого періоду.

Удосконалено положення щодо розробки і реалізації фінансово-кредитної політики регулювання економічного розвитку, які сформовані на основі впровадження державної підтримки, оцінювання фіскальних і воєнних ризиків та трансформації механізмів пільгового кредитування у напрямі посилення їхнього інвестиційного спрямування; підходи щодо інституційних засад системи макрофінансової стабілізації, які ґрунтуються на посиленні координації фіскальних та монетарних інструментів, впровадженні механізмів страхування воєнно-політичних ризиків, що сприятиме кредитуванню підприємств реального сектору економіки; підходи щодо механізмів залучення довгострокових фінансових ресурсів, що ґрунтуються на пріоритетності грантового покриття бюджетного дефіциту, впровадженні системи управління публічними інвестиціями для підвищення ефективності державних капітальних вкладень.

Дістало подальший розвиток положення щодо оцінювання ефективності монетарного режиму в умовах воєнного стану на основі аналізу адаптивності валютної політики, що надасть можливість збалансування валютного ринку та збереження міжнародних резервів держави; узагальнення та систематизація зарубіжного досвіду фінансово-кредитного регулювання економіки, у тому числі сукупність заходів держави щодо управління грошовим обігом, кредитами, обліковою ставкою, нормою обов'язкових резервів для стабілізації економіки; положення щодо формування фінансово-кредитної політики суспільного розвитку, що сприятиме підвищенню дієвості фінансових управлінських рішень економічної відбудови країни.

Теоретичні положення та висновки дисертаційної роботи, що розкривають сутність формування фінансово-кредитної політики держави, мають практичне значення при формуванні та реалізації фінансово-кредитних механізмів, що

сприятиме підвищенню рівня резильєнтності національної економіки в умовах особливого періоду.

Наукові результати, висновки дисертаційного дослідження впроваджено у діяльність АТ «Державний експортно-імпортний банк України» при вдосконаленні механізмів кредитування стратегічно важливих галузей економіки (довідка від 19.02.2026 р. № 0022700/4022-26).

Особистий внесок здобувача полягає у розкритті економічної сутності формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду. Наукові результати та висновки, які виносяться на захист, одержані автором самостійно.

*Ключові слова:* фінансово-кредитна політика, особливий період, бюджетний дефіцит, державний борг, податкова система, монетарний режим, фіскальна консолідація, інвестиції, страхування воєнних ризиків, повоєнне відновлення.

## ANNOTATION

Bereznyi M. M. Financial and Credit Policy under a Special Period.

Dissertation for obtaining the degree of Doctor of Philosophy in specialty

072 “Finance, Banking and Insurance” (07 “Management and Administration”).

– State University of Trade and Economics, Kyiv, 2026.

The dissertation is a comprehensive study of the theoretical foundations and the improvement of methodological provisions of financial and credit policy under a special period.

The current stage of state-building in Ukraine is characterized by unprecedented challenges caused by full-scale armed aggression. The introduction of martial law has significantly changed the conditions for the functioning of the national financial system. While in peacetime the priorities of financial and credit policy were socio-economic development, price stability, and investment attractiveness, since 2022 the key task has become financing the national security and defense sector and maintaining macro-financial stability under conditions of limited financial resources. The transition

to martial law caused structural deformation of public finances: the loss of a significant share of gross domestic product, destruction of the industrial base, forced migration of millions of citizens, and a substantial increase in the budget deficit and public debt. Under these conditions, traditional monetary and fiscal instruments designed for cyclical recessions in peacetime proved insufficiently effective. The state faced the need to search for effective financial mechanisms for the formation of domestic and attraction of external financial resources.

The issue of financial support under martial law requires deep theoretical understanding. Of particular importance is the strategy of long-term resilience and post-war economic recovery. There is a need to develop a holistic scientific concept for improving financial and credit policy that would combine the tasks of national security and defense, social protection of the population, and stimulation of economic growth under martial law. This demonstrates the relevance of the dissertation and determined its purpose, objectives, object, and subject of research.

The object of the research is the processes of formation and implementation of the state's financial and credit policy under conditions of macroeconomic instability and wartime challenges.

The subject of the research is the set of theoretical foundations, methodological provisions for the functioning of the country's financial system, and mechanisms of fiscal and monetary regulation of the economy under a special period.

The study employs a set of methods and approaches that ensured the conceptual unity of the research. Dialectical, systemic, and structural methods were used to reveal the economic essence of the formation of a mobilization model of financial and credit policy under a special period. Statistical, comparative, and factor methods were used to generalize foreign experience in financial and credit support of the economy. Methods of scientific abstraction and synthesis were applied to develop provisions for the formation of financial and credit policy for social development.

The information base of the research consisted of legislative and regulatory acts on the formation and implementation of financial and credit, budgetary, and tax policy; statistical and analytical materials of the Ministry of Finance of Ukraine, the National

Bank of Ukraine, the Ministry of Economy of Ukraine, the State Statistics Service of Ukraine, the State Treasury Service of Ukraine, the State Audit Service of Ukraine, the State Tax Service of Ukraine, as well as relevant monographs and scientific articles by domestic and foreign scholars.

The scientific novelty of the obtained results lies in revealing the economic essence of the formation of a mobilization model of financial and credit policy, which provides for the strict accumulation of financial resources for the needs of national defense and security, based on the principles of macro-financial sustainability, financial self-sufficiency, adaptability, transparency, and consistency of fiscal and monetary goals, and will make it possible to increase the level of resilience of the national economy under a special period.

The provisions for the development and implementation of financial and credit policy for regulating economic development have been improved; these are formed on the basis of introducing state support, assessing fiscal and military risks, and transforming concessional lending mechanisms toward strengthening their investment orientation. Approaches to the institutional foundations of the macro-financial stabilization system have also been improved; they are based on strengthening coordination between fiscal and monetary instruments, introducing mechanisms for insuring military and political risks, which will promote lending to enterprises in the real sector of the economy. Approaches to mechanisms for attracting long-term financial resources have also been improved; these are based on prioritizing grant financing of the budget deficit and introducing a public investment management system to increase the efficiency of state capital investments.

Further development was given to provisions for assessing the effectiveness of the monetary regime under martial law based on the analysis of the adaptability of exchange rate policy, which will make it possible to balance the foreign exchange market and preserve the state's international reserves; the generalization and systematization of foreign experience in financial and credit regulation of the economy, including a set of state measures for managing money circulation, credit, the discount rate, and reserve requirements in order to stabilize the economy; as well as provisions

for the formation of financial and credit policy for social development, which will contribute to increasing the effectiveness of financial management decisions for the country's economic reconstruction.

The theoretical provisions and conclusions of the dissertation, which reveal the essence of the formation of the state's financial and credit policy, are of practical importance for the formation and implementation of financial and credit mechanisms, which will help increase the level of resilience of the national economy under a special period.

The scientific results and conclusions of the dissertation research have been implemented in the activities of JSC "The State Export-Import Bank of Ukraine" in improving lending mechanisms for strategically important sectors of the economy (certificate dated February 19, 2026, No. 0022700/4022-26).

The personal contribution of the applicant consists in revealing the economic essence of the formation of a mobilization model of financial and credit policy under a special period. The scientific results and conclusions submitted for defense were obtained by the author independently.

Keywords: financial and credit policy, special period, budget deficit, public debt, tax system, monetary regime, fiscal consolidation, investments, war risk insurance, post-war recovery.

## Список публікацій здобувача:

*наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*

1. Канєва Т. В., Березний М. М., Інституційні засади фінансово-кредитної політики України в умовах воєнного стану. *Проблеми сучасних трансформацій*. 2025. № 20. (0,5 друк.арк.) <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2025-20-08-05>.

2. Канєва Т. В., Березний М. М. Взаємодія бюджетної та кредитної політики держави в кризових умовах. *Бізнес Інформ*. 2025. №10. С. 403–410. (0,5 друк. арк.) <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-10-403-410>

3. Канєва Т. В., Березний М. М. Міжнародні практики фінансово-кредитної політики в умовах воєнних конфліктів. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2025. № 2 (7). С. 83–90. (0,5 друк. арк.). [https://doi.org/10.60022/2\(7\)-09S](https://doi.org/10.60022/2(7)-09S)

4. Канєва Т. В., Березний М. М. Фінансово-кредитна політика як інструмент післявоєнної економічної відбудови. *Ефективна економіка*. 2026. №1. (0,6 друк. арк.). <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.1.38>

*наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:*

5. Березний М. Проблематика запровадження державного «кешбеку». *Фінансові інституції – сучасні виклики та нові можливості*: матеріали Всеукр. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Київ, 21 березня 2024 р.). Київ: ДТЕУ, 2024. С. 16-19. (0,2 друк. арк.). URL: <https://knute.edu.ua/file/MzEyMQ==/2cdaa96f124c546760b09cdc20a6b35f.pdf>

6. Березний М.М. Фінансово-кредитні інструменти як основа управління фінансовою стабільністю під час економічної кризи. *Achievements of 21st century scientific community*: матеріали I Міжн. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Дніпро, 14-15 вересня 2023 р.). Дніпро. 2023. С. 53-55 (0,2 друк. арк.). URL: <http://www.wayscience.com/wp-content/uploads/2023/09/Conference-Proceedings-September-14-15-2023.pdf>

7. Березний М. М. Довгострокові стратегії розвитку кредитного ринку після завершення особливого періоду. Abstracts of IX International Scientific and Practical Conference.( Krakow, 02-04 березня 2026 р.). Krakow, Poland. 2026. P. 75-77. (0,2 друк. арк.). URL: <https://eu-conf.com/en/events/the-impact-of-modern-digital-technologies-on-the-future-of-society-and-youth/>

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП.....</b>	<b>12</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ.....</b>	<b>18</b>
1.1. Економічна сутність фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду .....	18
1.2. Інституційні засади формування і реалізації фінансово-кредитної політики держави .....	36
1.3. Зарубіжний досвід реалізації фінансово-кредитної політики та можливості його імплементації в Україні.....	48
Висновки до розділу 1 .....	59
Список використаних джерел до розділу 1 .....	61
<b>РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ.....</b>	<b>73</b>
2.1. Аналіз ефективності інструментів фінансово-кредитної політики в умовах макроекономічної нестабільності .....	73
2.2. Аналіз впливу податкової політики .....	90
2.3. Аналіз впливу монетарної політики .....	103
Висновки до розділу 2 .....	123
Список використаних джерел до розділу 2 .....	125
<b>РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ ТА УМОВАХ ОСОБЛИВОГО ПЕРІОДУ .....</b>	<b>135</b>
3.1. Напрями формування і реалізації фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду.....	135
3.2. Принципи та підходи підвищення ефективності інструментів фінансово-кредитної політики для забезпечення економічного зростання.....	147
3.3. Концептуальні засади фінансово-кредитної стратегії суспільного розвитку .....	158
Висновки до розділу 3 .....	169
Список використаних джерел до розділу 3 .....	172
<b>ВИСНОВКИ .....</b>	<b>186</b>
<b>ДОДАТКИ.....</b>	<b>190</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Сучасний етап державотворення в Україні характеризується безпрецедентними викликами, зумовленими повномасштабною збройною агресією. Введення воєнного стану суттєво змінили умови функціонування національної фінансової системи. Якщо у мирний час пріоритетами фінансово-кредитної політики виступали соціально-економічний розвиток, цінова стабільність та інвестиційна привабливість, то з 2022 року ключовим завданням стало фінансування сектору національної безпеки і оборони та утримання макрофінансової стабільності в умовах обмеженості фінансових ресурсів. Перехід до воєнного стану спричинила структурну деформацію публічних фінансів: втрати значної частини валового внутрішнього продукту, руйнування промислової бази, вимушеної міграції мільйонів громадян та значне зростання рівня бюджетного дефіциту і державного боргу. У цих умовах традиційні монетарні та фіскальні інструменти, розроблені для циклічних рецесій мирного часу, виявилися недостатньо ефективними. Держава зіткнулася з необхідністю пошуку дієвих фінансових механізмів формування внутрішніх та залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

Серед вагомих наукових досліджень зарубіжних вчених у сфері фінансово-кредитних відносин можна назвати праці Е. Аткинсона, Ш. Бланкарта, Дж. Б'юкенена, А. Вагнера, Дж. М. Кейнса, Р. Масгрейва, Е. Ліндала, В. Парето, К. Рау, Д.Рікардо, Дж. Сакса, П. Самуельсона, А. Сміта, Г. Таллока, В. Танзі, Ч. Тібу, С. Фішера, Дж. Хікса.

Питанням формування та реалізації фінансово-кредитної політики присвячені праці вітчизняних вчених: В. Андрущенко, А.Буряченка, О.Василика, Т. Канєвої, М. Карліна, С.Качули, Л. Лисяк, І. Лук'яненко, І. Луніної, А. Мазаракі, В. Макогон, В. Міщенко, С. Науменкової, В. Опаріна, М. Пасічного, В. Федосова, І. Чугунова, С. Юрія та інших.

Проблематика фінансового забезпечення в умовах воєнного стану потребує глибокого теоретичного осмислення. Особливо важливим є стратегія довгострокової стійкості та повоєнного відновлення економіки. Необхідність розробки цілісної наукової концепції удосконалення фінансово-кредитної політики, яка б поєднувала завдання національної безпеки і оборони, соціального захисту населення та стимулювання економічного зростання в умовах воєнного стану. Зазначене свідчить про актуальність дисертаційної роботи та обумовило визначення її мети, завдань, об'єкту і предмету дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційне дослідження виконано відповідно до плану науково-дослідних робіт [Державного торговельно-економічного університету] в межах теми «Фінансова політика соціально-економічного розвитку країни» (номер державної реєстрації 0121U100344), «Державна фінансова політика суспільного розвитку» (номер державної реєстрації 0122U001433) «Фінансово-бюджетна політика в умовах суспільно-економічних перетворень» (номер державної реєстрації 0124U000331),. Особистий внесок автора полягає в розкритті теоретико-методологічних засад формування фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних положень, удосконалення методологічних підходів щодо підвищення ефективності фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду для забезпечення макрофінансової стабільності та створення передумов повоєнного відновлення економіки.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких **завдань**:

- розкрити економічну сутність формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду;
- удосконалити положення щодо розробки і реалізації фінансово-кредитної політики економічного розвитку;

- узагальнити та систематизувати зарубіжний досвід фінансово-кредитного забезпечення економіки;
- розвинути положення щодо оцінювання ефективності монетарного режиму в умовах воєнного стану;
- удосконалити підходи щодо інституційних засад системи макрофінансової стабілізації;
- розвинути положення щодо формування фінансово-кредитної політики суспільного розвитку;
- удосконалити підходи щодо механізмів залучення довгострокових фінансових ресурсів.

**Об'єктом дослідження** є процеси формування та реалізації фінансово-кредитної політики держави в умовах макроекономічної нестабільності та воєнних викликів.

**Предметом дослідження** є сукупність теоретичних засад, методологічних положень функціонування фінансової системи країни, механізмів фіскального та монетарного регулювання економіки в умовах особливого періоду.

**Методи дослідження.** Теоретико-методологічною основою дослідження є фундаментальні положення економічної теорії, праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань макроекономічного регулювання, законодавчі та нормативно-правові акти України. У процесі дослідження використано загальнонаукові та спеціальні методи: системного аналізу та синтезу (для дослідження структурних змін у фінансовій системі); статистичного аналізу (для оцінки динаміки ВВП, інфляції, бюджетних показників); порівняльного аналізу (для співставлення ефективності різних інструментів монетарної політики); *графічний метод* (для візуалізації виявлених тенденцій та закономірностей); *метод сценарного моделювання* (для прогнозування траєкторії державного боргу та макропоказників).

Інформаційну базу дослідження становлять законодавчі та нормативно-правові акти України з питань фінансової та бюджетної політики, грошово-кредитного регулювання; офіційні статистичні дані та аналітичні матеріали

Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної казначейської служби України, Державної податкової служби України, Державної митної служби України, Рахункової палати України, Державної аудиторської служби України та Державної служби статистики України. Важливу частину інформаційного забезпечення склали звіти міжнародних фінансових організацій (МВФ, Світового банку), наукові монографії, статті у фахових виданнях вітчизняних та зарубіжних вчених.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у наступному:

**вперше:**

- розкрито економічну сутність формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики, яка передбачає жорстку акумуляцію фінансових ресурсів для потреб національної оборони та безпеки, що ґрунтуються на принципах макрофінансової стійкості, фінансової самодостатності, адаптивності та прозорості, взаємоузгодженості фіскальних і монетарних цілей, та надасть можливість підвищення рівня резильєнтності національної економіки в умовах особливого періоду;

**удосконалено:**

- положення щодо розробки і реалізації фінансово-кредитної політики регулювання економічного розвитку, які сформовані на основі впровадження державної підтримки, оцінювання фіскальних і воєнних ризиків та трансформації механізмів пільгового кредитування у напрямі посилення їхнього інвестиційного спрямування;

- підходи щодо інституційних засад системи макрофінансової стабілізації, які ґрунтуються на посиленні координації фіскальних та монетарних інструментів, впровадженні механізмів страхування воєнно-політичних ризиків, що сприятиме кредитуванню підприємств реального сектору економіки;

- підходи щодо механізмів залучення довгострокових фінансових ресурсів, що ґрунтуються на пріоритетності грантового покриття бюджетного дефіциту, впровадженні системи управління публічними інвестиціями для підвищення ефективності державних капітальних вкладень;

**дістало подальший розвиток:**

- положення щодо оцінювання ефективності монетарного режиму в умовах воєнного стану на основі аналізу адаптивності валютної політики, що надасть можливість збалансування валютного ринку та збереження міжнародних резервів держави;

- узагальнення та систематизація зарубіжного досвіду фінансово-кредитного регулювання економіки, у тому числі сукупність заходів держави щодо управління грошовим обігом, кредитами, обліковою ставкою, нормою обов'язкових резервів для стабілізації економіки;

- положення щодо формування фінансово-кредитної політики суспільного розвитку, що сприятиме підвищенню дієвості фінансових управлінських рішень економічної відбудови країни.

**Практичне значення одержаних результатів.** Теоретичні положення та висновки дисертаційної роботи, що розкривають сутність формування фінансово-кредитної політики держави, мають практичне значення при формуванні та реалізації фінансово-кредитних механізмів, що сприятиме підвищенню рівня резильєнтності національної економіки в умовах особливого періоду. Наукові результати, висновки дисертаційного дослідження впроваджено у діяльність АТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» при вдосконаленні механізмів кредитування стратегічно важливих галузей економіки (довідка від 19.02.2026 р. № 0022700/4022-26).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійно виконаним науковим дослідженням. Наукові положення, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. У наукових працях, опублікованих у співавторстві, особистий внесок здобувача конкретизовано у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення та результати дослідження доповідалися та отримали позитивну оцінку на трьох науково-практичних конференціях, зокрема: Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Achievements of 21st Century Scientific Community» (Dnipro, 2023),

науково онлайн-семінару «Збереження та розвиток України в умовах війни і миру» (Київ, 2024), IX Міжнародна науково-практична конференція «The impact of modern digital technologies on the future of society and youth» (м. Краків, Польща, 2026).

**Публікації.** Основні положення та результати дисертації опубліковано у 7 наукових працях, у тому числі 4 у наукових фахових виданнях, загальним обсягом 2,7 друк. арк.

**Обсяг та структура роботи.** Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації становить 200 сторінок. Дисертація містить 14 таблиць, 9 рисунків, 6 додатків, список використаних джерел включає 224 найменування.

## РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

### 1.1. Економічна сутність фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду

У системі макроекономічного регулювання особливе місце посідає фінансово-кредитна політика, яка в умовах екстремальних викликів та безпекових загроз трансформується з інструменту стимулювання зростання у фундаментальний механізм забезпечення національного виживання. Повномасштабна збройна агресія проти України спричинила безпрецедентну трансформацію економічного ландшафту, що актуалізує необхідність переосмислення теоретико-методологічних засад формування та реалізації державної фінансової стратегії. Встановлено, що особливий період, який характеризується високим ступенем невизначеності та звуженням ресурсного потенціалу, вимагає не просто адаптації існуючих інструментів, а розробки нової парадигми взаємодії фіскального та монетарного секторів.

Досліджуючи генезис поняття «фінансова політика», варто зауважити, що у вітчизняній та закордонній науковій думці відсутній єдиний підхід до трактування її змісту. Традиційно, фінансова політика розглядається як сукупність заходів держави щодо організації та використання фінансів для забезпечення її функцій. Проте, у межах дослідження слід дотримуватися позиції, що фінансово-кредитна політика є складним багаторівневим механізмом, який інтегрує бюджетну, податкову, боргову, грошово-кредитну та регуляторно-наглядову складові у єдину цілісну систему. Враховуючи зазначене, розмежування цих складових в умовах воєнного стану є методично помилковим, оскільки лише їхня синергія дозволяє досягти макрофінансової стабільності.

Аналіз наукових праць [1;3; 6] дозволяє виділити кілька ключових підходів до визначення сутності фінансової політики:

- інституційний підхід, де акцент робиться на ролі державних інституцій та нормативно-правового забезпечення фінансових відносин.

- функціональний підхід, згідно з яким політика визначається через набір функцій (розподільчу, контрольну, стимулюючу), які реалізує держава через фінансовий апарат.

- системний підхід, який розглядає фінансову політику як елемент загальної економічної стратегії, що перебуває у постійній взаємодії з іншими макроекономічними показниками.

У межах здійсненого аналізу особливого значення набуває системний підхід, оскільки саме він дозволяє простежити «ланцюгові реакції» між зміною податкових надходжень, зростанням дефіциту бюджету та необхідністю монетарної підтримки ліквідності банківської системи. Було з'ясовано, що в умовах особливого періоду функціональне навантаження фінансово-кредитної політики зміщується у бік мобілізаційної та відновлювальної функцій, які стають домінуючими над функцією накопичення.

Важливо наголосити на тому, що у вітчизняному нормативно-правовому полі термін «фінансова політика» часто вживається у вузькому значенні, обмежуючись лише бюджетними параметрами. Проте, з огляду на стратегічні документи, зокрема «Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу», схвалені Радою НБУ у вересні 2024 року, стає очевидним, що сучасна інтерпретація макроекономічного регулювання вимагає тісної координації монетарних та фіскальних імпульсів [2]. Саме тому слід зауважити, що в особливий період фінансово-кредитна політика має трактуватися як адаптивна система узгоджених рішень, спрямованих на збереження цілісності держави.

Особливий період, згідно із Законом України «Про правовий режим воєнного стану», створює специфічні інституційні рамки, у яких традиційні ринкові механізми можуть частково замінюватися прямим державним втручанням [3]. Це зумовлює трансформацію економічної сутності кредиту. В умовах воєнного стану кредит перестає бути виключно комерційним

інструментом і стає засобом перерозподілу ризиків між приватним сектором та державою через механізми державних гарантій та компенсацій процентних ставок. Таким чином, кредитна складова політики інтегрується у фіскальну систему, утворюючи єдиний фінансово-кредитний вузол.

Досліджуючи ієрархію цілей в особливий період, виявлено, що на зміну класичній «тріаді» (зростання ВВП, повна зайнятість, стабільність цін) приходять ієрархія безпекового типу. Першочерговим завданням стає фінансування оборонного замовлення та забезпечення соціальної стійкості (виплата пенсій, зарплат бюджетникам, підтримка ВПО). Як зазначають експерти Centre for Economic Strategy, у третій рік воєнного стану структура державних видатків України демонструє абсолютне домінування безпекового сектору, що є безпрецедентним для європейського континенту у XXI столітті [6].

Отже, слід зробити висновок, що економічна сутність фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду розкривається через такі детермінанти: пріоритетність обороноздатності; макрофінансова стійкість; інституційна гнучкість; зовнішня залежність як стратегічний ресурс.

Економічна сутність формування мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики передбачає жорстку акумуляцію фінансових ресурсів для потреб національної оборони та безпеки, що ґрунтуються на принципах макрофінансової стійкості, фінансової самодостатності, адаптивності та прозорості, взаємоузгодженості фіскальних і монетарних цілей, та надасть можливість підвищення рівня резильєнтності національної економіки в умовах особливого періоду. Економічна сутність фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду розкривається через низку визначальних детермінант. Насамперед вона базується на пріоритетності обороноздатності, що передбачає повне підпорядкування всіх фінансових потоків цілям національної безпеки. Важливим аспектом є забезпечення макрофінансової стійкості шляхом утримання контрольованих показників інфляції та дефіциту бюджету завдяки активному залученню зовнішньої допомоги та внутрішніх запозичень [4, 5].

Разом із тим сутність політики проявляється через інституційну гнучкість, тобто здатність регуляторів, зокрема Мінфіну та НБУ, оперативно змінювати правила гри, як це було продемонстровано введенням валютних обмежень згідно з Постановою № 18. Зрештою, фінансова політика в такий період трансформує зовнішню залежність у стратегічний ресурс, стаючи частиною широкого дипломатичного процесу, де залучення грантів та пільгових кредитів стає критичною умовою для підтримання загальної збалансованості системи.

Необхідно зауважити, що у наукових дискусіях часто виникає питання щодо межі між координацією політик та «фіскальним домінуванням». В особливий період ця межа стає надзвичайно тонкою. Монетарне фінансування дефіциту бюджету (друк грошей), яке мало місце на початку 2022 року, було вимушеним кроком, проте подальша стратегія НБУ спрямована на мінімізацію таких операцій з метою захисту купівельної спроможності гривні [7]. Це підкреслює важливість збереження незалежності центрального банку навіть у кризових умовах, що є запорукою довіри міжнародних партнерів та інвесторів.

Варто запропонувати авторську схему взаємодії елементів фінансово-кредитної політики, де центральним ланком виступає координаційна рада (де-факто або де-юре) між фіскальним та монетарним блоками, що дозволяє уникати різких коливань ліквідності на ринку. Вивчення досвіду 2024-2025 років свідчить, що саме така координація дозволила Україні утримувати валютний ринок від колапсу, незважаючи на регулярні затримки у надходженні зовнішньої допомоги.

У межах даного дослідження важливим процесом є поглиблення аналізу теоретичних засад, що визначають вектори формування фінансово-кредитної політики. Трансформація економічної сутності державних фінансів в особливий період не може бути повноцінно розкрита без звернення до фундаментальних економічних шкіл, оскільки саме вони закладають підґрунтя для сучасних моделей антикризового управління.

Кейнсіанський підхід та концепція «воєнного кейнсіанства». Було встановлено, що в умовах особливого періоду особливої актуальності набуває

неокейнсіанська парадигма, яка обґрунтовує провідну роль бюджетної експансії. В умовах війни, коли приватний сектор зазнає значних руйнувань, а інвестиційна активність знижується до критичного мінімуму через високі безпекові ризики, держава стає єдиним суб'єктом, здатним підтримувати сукупний попит.

Варто зауважити, що «воєнне кейнсіанство» передбачає використання державних видатків не лише для стимулювання економіки, а як інструмент примусової мобілізації ресурсів. Дослідники, стверджують, що в особливий період фіскальний мультиплікатор змінює свою природу: він спрямовується на сектори з низькою імпортною складовою для максимізації внутрішнього виробничого ефекту. Проте, виявлено специфічне обмеження: у воєнний час ефективність кейнсіанських стимулів стримується дефіцитом факторів виробництва (робочої сили та енергоресурсів), що може призводити до «перегріву» окремих сегментів економіки навіть при загальному падінні ВВП.

Монетаристська парадигма та захист номінального якоря. На противагу кейнсіанству, монетаристський підхід акцентує увагу на контролі над грошовою масою як запобіжнику гіперінфляції. В умовах особливого періоду монетаристські інструменти відіграють роль «стабілізаційного щита». Однак, збереження незалежності центрального банку та його відмова від безлімітного емісійного фінансування дефіциту бюджету є критичною умовою збереження довіри до національної валюти.

Аналіз класичних економічних теорій доводить, що традиційні парадигми фінансово-кредитної політики орієнтовані переважно на управління макроекономічними циклами в умовах мирного часу. Їхнім базовим завданням є згладжування коливань ділової активності, таргетування інфляції та стимулювання розширеного відтворення. Проте з настанням особливого періоду, який супроводжується повномасштабними безпековими загрозами, руйнуванням виробничого потенціалу та логістичними шоками, традиційний інструментарій втрачає свою релевантність. Екзистенційні виклики вимагають від держави парадигмального зсуву та переходу до якісно іншого режиму управління макрофінансовою системою.

З огляду на це, у межах нашого дослідження запропоновано та концептуалізовано мобілізаційну модель фінансово-кредитної політики. Під цим дефінітивним конструктом ми розуміємо спеціальний антикризовий режим управління публічними фінансами, який передбачає екстрену інституційну трансформацію механізмів управління з метою жорсткої акумуляції фінансових ресурсів для задоволення потреб національної оборони та безпеки. Головною метою цієї моделі є не стимулювання економічного зростання (що є неможливим в умовах активних бойових дій), а забезпечення макрофінансового виживання держави.

Архітектура запропонованої мобілізаційної моделі ґрунтується на чотирьох фундаментальних принципах, які визначають її функціональну специфіку в умовах особливого періоду:

Принцип макрофінансової стійкості. У контексті мобілізаційної економіки цей принцип трактується не просто як підтримання збалансованості державного бюджету, а як здатність фінансової системи безперервно функціонувати навіть за умов критичної втрати ВВП, руйнування інфраструктури та безпрецедентного відпливу людського капіталу. Реалізація цього принципу вимагає впровадження режиму жорстких бюджетних обмежень (секвестру неперіоритетних видатків), автоматичної зупинки капітальних інвестицій розвитку та спрямування вивільнених коштів виключно на захищені статті та оборонні закупівлі.

Принцип фінансової самодостатності. Унікальність вітчизняного макроекономічного середовища в особливий період полягає у безпрецедентній залежності від зовнішньої фінансової допомоги. Водночас, згідно з умовами міжнародних партнерів, грантові та кредитні кошти заборонено спрямовувати на фінансування збройних сил. Зважаючи на це, принцип фінансової самодостатності в межах мобілізаційної моделі означає максимізацію внутрішніх джерел надходжень (податкових зборів, митних платежів, емісії військових облігацій внутрішньої державної позики) саме для покриття безпекового та оборонного дефіциту. Цей принцип вимагає оптимізації

податкового навантаження до рівня, який би забезпечував наповнення бюджету, але не призводив до остаточного знищення легального сектору економіки.

Принцип адаптивності. Високий ступінь невизначеності особливого періоду робить неможливим середньо- та довгострокове планування. Тому мобілізаційна модель має бути гіперадаптивною. Міністерство фінансів України та Національний банк України повинні мати інституційну здатність миттєво змінювати архітектуру обмежень у відповідь на нові шоки (наприклад, блекаути енергосистеми, блокування експортних коридорів чи затримку міжнародних траншів). Адаптивність проявляється у швидкості розгортання антикризових програм (таких як державні гарантії, компенсація відсоткових ставок) та оперативності калібрування валютних обмежень (*capital controls*).

Принцип прозорості. Попри те, що особливий період природно вимагає високого рівня секретності у сфері оборонних закупівель, макрофінансова політика держави повинна залишатися транспарентною. Прозорість є єдиним дієвим інструментом збереження довіри інституційних інвесторів, населення та, найголовніше, міжнародних донорів. Забезпечення транспарентності видатків, публікація ключових макроекономічних показників та впровадження передових стандартів управління публічними інвестиціями є критичною умовою для забезпечення ритмічності зовнішнього фінансування.

Критично важливим елементом запропонованої мобілізаційної моделі є забезпечення взаємоузгодженості фіскальних і монетарних цілей. У мирний час взаємодія між Міністерством фінансів (яке прагне максимізації видатків та здешевлення боргу) та Центральним банком (який фокусується на цінній стабільності) часто набуває характеру інституційного конфлікту. В умовах мобілізаційної економіки такий конфлікт (*policy mix misalignment*) є руйнівним.

Мобілізаційна модель вимагає повної синхронізації політик. На фазі гострого шоку це може проявлятися у контрольованому фіскальному домінуванні, коли Центральний банк змушений здійснювати прямий викуп державних облігацій (емісійне фінансування дефіциту) задля уникнення суверенного дефолту. Проте, по мірі стабілізації ситуації, взаємоузгодженість

переходить у площину управління структурним профіцитом ліквідності: НБУ абсорбує надлишкову гривневу масу через депозитні сертифікати, запобігаючи валютним панікам та інфляційним сплескам, що, у свою чергу, дозволяє Мінфіну зберігати макроекономічний контроль.

Кінцевим мета-результатом імплементації розробленої мобілізаційної моделі є перехід національної економіки до стану високої резильєнтності (resilience). На відміну від статичної "стійкості", економічна резильєнтність означає динамічну здатність фінансової системи поглинати екзогенні та ендогенні шоки, адаптуватися до структурних деформацій і швидко відновлювати базовий функціонал (надання державних послуг, проведення платежів, кредитування критичних галузей) після зазнаних руйнувань. Саме підвищення рівня резильєнтності дозволяє державі не лише акумулювати ресурс для перемоги в особливий період, але й сформувати надійний інституційний фундамент для переходу до стадії повоєнного відновлення та ендогенного економічного зростання.

Досліджуючи досвід України 2022–2025 років, помітно, що жорстка монетарна політика (high interest rates) у поєднанні з валютними обмеженнями дозволила уникнути девальваційної спіралі. В особливий період виникає теоретичний конфлікт між «дешевими грошима» для фронту та «дорогими грошима» для стабільності, розв'язання якого вимагає високого рівня інституційної координації.

Для наочності було систематизовано відмінності у цілепокладанні фінансово-кредитної політики залежно від стану економічного циклу (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

**Порівняльна характеристика пріоритетів фінансово-кредитної  
політики держави**

<b>Параметр порівняння</b>	<b>Мирний час (стабільний розвиток)</b>	<b>Особливий період (воєнний стан)</b>
<b>Головна мета</b>	Економічне зростання, добробут	Національна стійкість, оборона
<b>Фіскальний домінант</b>	Збалансованість бюджету	Мобілізація ресурсів будь- якою ціною
<b>Роль кредиту</b>	Стимулювання споживання та інвестицій	Перерозподіл ризиків, підтримка критичного імпорту
<b>Валютне регулювання</b>	Лібералізація, плаваючий курс	Обмеження капітальних операцій, фіксація (керована гнучкість)
<b>Джерело фінансування</b>	Внутрішні податки, ринкові запозичення	Зовнішня допомога, гранти, емісія (як <i>ultima ratio</i> )

Джерело: розроблено автором.

Дослідження сутності фінансово-кредитної політики було б неповним без аналізу її інституційного каркаса. Було визначено, що в особливий період

відбувається перерозподіл повноважень між органами державної влади, що прямо впливає на механізм прийняття фінансових рішень.

Центральним елементом цієї архітектури є правовий режим воєнного стану, який згідно з нормами чинного законодавства [3], дозволяє обмежувати окремі економічні свободи заради цілей оборони. У межах здійсненого аналізу варто виділити наступні рівні інституційного впливу:

- законодавчий рівень;
- виконавчий рівень;
- регуляторний рівень.

Парламент України через прийняття змін до Бюджетного та Податкового кодексів формує «екстрений коридор» для маневрування державними ресурсами. Нами зауважено, що в особливий період спостерігається тенденція до спрощення процедур бюджетних призначень, що підвищує оперативність, але створює ризики для прозорості.

Основним завданням Уряду та Міністерства фінансів стає управління ліквідністю та пошук джерел покриття безпрецедентного дефіциту бюджету. Слід зауважити, що в таких умовах Мінфін трансформується у «центр управління фінансовим опором», де пріоритезація видатків відбувається за принципом критичної необхідності.

Національний банк України забезпечує стабільність фінансової інфраструктури. Нами встановлено, що Постанова НБУ № 18 стала «інституційним запобіжником», який дозволив зафіксувати систему у момент шоку. Важливим аспектом дослідження є аналіз переходу від «фіксованого курсу» до «керованої гнучкості», що свідчить про адаптивність інституційного середовища [4].

Варто наголосити, що особливий період вимагає створення специфічних інститутів, таких як державні фонди підтримки, гарантійні інструменти для бізнесу в зоні ризику тощо. Інституційна якість фінансово-кредитної політики визначається не лише нормами права, а й рівнем координації між Кабінетом Міністрів та НБУ. У межах дисертаційного аналізу виявлено, що відсутність

узгодженості у питаннях дохідності внутрішніх запозичень (ОВДП) та облікової ставки може призводити до неефективного використання ліквідності банківської системи.

У межах дослідження під «особливим періодом» відображається не лише юридичний статус, а специфічний економічний стан, що характеризується деформацією ринкових сигналів. Саме тому, доцільно виділити наступні сутнісні ознаки економіки особливого періоду, що визначають параметри фінансової політики:

- екзогенний характер шоку, тобто, руйнування спричинені зовнішнім фактором, що робить стандартні моделі прогнозування малоефективними;
- стає актуальним горизонт планування «ad hoc», прийняття рішень у режимі реального часу через волатильність безпекової ситуації;
- спрямування колосальних обсягів капіталу на оборону веде за собою створення високої частки «непродуктивних» видатків, що з точки зору класичної теорії не створює доданої вартості у короткостроковій перспективі, але є інвестицією у збереження самої держави.

У процесі дослідження було визначено, що фінансова політика в такий період має бути контрциклічною та адаптивною. Економічна сутність фінансово-кредитної політики держави в цих умовах полягає у мінімізації негативних наслідків від руйнування активів та забезпеченні функціонування критичних соціальних зв'язків.

Окрему увагу в даному дослідженні приділено концепції «фіскального простору». В особливий період внутрішній фіскальний простір України є вичерпаним, що обумовлює перенесення центру тяжіння на зовнішні джерела. Це дозволяє дійти висновку, що фінансово-кредитна політика України набуває рис екстерналізованої моделі, де параметри внутрішньої стабільності критично залежать від ритмічності надходжень від міжнародних партнерів [5; 9].

У межах дослідження особливе місце посідає аналіз фіскального блоку як центральної ланки фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду. Встановлено, що фіскальна політика у стані воєнного стану втрачає свою

традиційну циклічність і набуває ознак екстремальної мобілізаційної моделі. Економічна сутність цієї трансформації полягає у необхідності розв'язання фундаментальної суперечності: між різким звуженням податкової бази (внаслідок руйнування активів та міграції населення) та експоненціальним зростанням потреб у державному фінансуванні.

На основі вивчення аналітичних матеріалів Centre for Economic Strategy констатовано, що в особливий період державні фінанси України працюють у режимі «подвійного тиску». З одного боку, податкове навантаження має бути достатнім для наповнення бюджету, з іншого, воно не повинно стати деструктивним для бізнесу, що виживає в умовах високих безпекових ризиків [6]. Доцільно виділити наступні ключові аспекти функціонування фіскального механізму в цих умовах:

Виявлено зміщення акцентів від прямих податків (на прибуток підприємств) до непрямих (ПДВ, акцизи) та специфічних воєнних зборів (військовий збір). Це зумовлено більшою стабільністю споживання порівняно з прибутковістю бізнесу. Варто зауважити, що в особливий період податкова політика часто використовує тимчасові пільги для критичних галузей (енергетика, ВПК), що створює додаткові виклики для збалансованості бюджету.

У межах здійсненого аналізу було визначено, що в умовах воєнного стану поняття «ефективності видатків» замінюється поняттям «критичності для виживання». Ідентифіковано ієрархію видатків, де першу чергу становлять витрати на грошове забезпечення військовослужбовців та закупівлю озброєння, друга йде на соціальні зобов'язання держави, і лише треті в переліку проекти відновлення та капітальні вкладення.

Операційне управління касовими розривами в особливий період стає окремим об'єктом фінансової політики. Казначейська система змушена функціонувати в умовах щоденного моніторингу надходжень, де черговість платежів визначається не лише планом, а й наявністю живих коштів на єдиному казначейському рахунку (ЄКР).

Варто підтримати думку дослідників щодо того, що «фіскальний простір» в умовах особливого періоду є категорією динамічною. Якщо в мирний час він обмежується рівнем дефіциту та боргу, то у воєнному стан він вимірюється здатністю держави мобілізувати не лише фінансовий, а й фізичний капітал. У таких умовах зростає роль квазіфіскальних операцій, зокрема через надання державних гарантій за кредитами стратегічних підприємств, що дозволяє розподілити частину поточного фінансового навантаження на майбутні періоди.

Особливий період характеризується критичним зростанням дефіциту бюджету, що робить боргову складову фінансово-кредитної політики системоутворювальним елементом всієї макроекономічної стратегії. В умовах України внутрішній ринок запозичень (через механізм ОВДП) не спроможний повною мірою покрити фінансовий розрив, що обумовлює перехід до моделі зовнішньої фінансової підтримки.

У процесі здійснення дослідження слід класифікувати джерела боргового фінансування в особливий період за ступенем їхнього впливу на макроекономічну стійкість:

- грантова допомога є найбільш сприятливою, оскільки не збільшує боргове навантаження на майбутні покоління. Частка грантів у загальній структурі фінансування є індикатором міжнародної солідарності та дипломатичної спроможності держави [5].

- пільгові кредити (Concessional loans) характеризуються низькими відсотковими ставками та тривалими термінами погашення (до 30–35 років). Такі запозичення є оптимальним інструментом фінансування соціальних видатків, оскільки їхня вартість обслуговування є мінімальною.

- ринкові запозичення та військові облігації відіграють важливу роль у мобілізації внутрішнього ресурсу та абсорбції зайвої ліквідності банківської системи. Важливо зауважити, що «патріотичне інвестування» стає важливим соціально-психологічним фактором підтримки фінансового фронту.

Особливу увагу приділено ролі Міжнародного валютного фонду (МВФ) та Світового банку. Програми розширеного фінансування (EFF) в особливий період

виконують не лише ресурсну, а й «сигнальну» функцію для інших донорів. Моніторингові умови МВФ (structural benchmarks) виступають інституційним запобіжником проти популістських рішень у фінансовій сфері, сприяючи проведенню необхідних реформ навіть під час бойових дій [9].

Проте, варто наголосити на ризиках, пов'язаних із накопиченням державного боргу. В особливий період традиційні критерії боргової стійкості (наприклад, Маастрихтські критерії) втрачають свою актуальність. Замість них слід запропонувати використовувати концепцію «сценарної платоспроможності», яка базується на оцінці здатності держави обслуговувати борг у повоєнний період за умови реалізації різних варіантів економічного відновлення.

Грошово-кредитна (монетарна) політика в особливий період виконує роль «другого ешелону» захисту економіки. Якщо фіскальна політика відповідає за ресурси, то монетарна за стабільність одиниці розрахунку. Було досліджено трансформацію інструментарію НБУ в умовах шоку.

Зокрема, необхідно виділити перехід від класичного інфляційного таргетування до режиму «адаптивної стабілізації». В умовах, коли відсотковий канал трансмісії працює зі значними перебоями (через високі ризики банки неохоче кредитують реальний сектор), НБУ змушений використовувати прямі методи регулювання, а саме, валютні обмеження, операції з ліквідністю та підтримка банківської стійкості

Отже, жорстке регулювання руху капіталу в особливий період є неминучим злом, яке дозволяє запобігти «втечі до безпеки» (capital flight) та підтримувати критичний рівень міжнародних резервів [10].

Використання депозитних сертифікатів як основного інструменту стерилізації надлишкової ліквідності дозволяє утримувати інфляційні очікування, хоча й створює певні навантаження на фінансовий результат центрального банку.

В особливий період банківська система України продемонструвала безпрецедентну життєздатність завдяки впровадженню інструментів екстреної підтримки ліквідності (ELA) та гнучкому підходу до регуляторного капіталу [8].

Варто зауважити, що сутнісна відмінність монетарної політики в умовах воєнного стану в її соціальній спрямованості. Стабільність гривні є формою соціального захисту населення, оскільки знецінення валюти найбільше вдарило б по найбідніших верствах та військовослужбовцях, чії доходи фіксовані у номінальному вираженні.

Враховуючи сказане, можна зробити висновок, що ефективність фінансово-кредитної політики в особливий період прямо пропорційна рівню фіскально-монетарного міксу. Координація між НБУ та Міністерством фінансів повинна базуватися на принципі «спільної відповідальності за макроекономічний якір», де монетарна влада забезпечує номінальну стабільність, а фіскальна за раціональне використання залученого ресурсу.

Важливим складником фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду є трансформація кредитного каналу трансмісійного механізму, який у мирний час функціонує переважно на ринкових засадах, проте під час воєнного стану потребує інтенсивної державної інверсії. В умовах високих безпекових ризиків та погіршення фінансового стану позичальників класичне комерційне кредитування фактично блокується через надмірну премію за ризик, яку закладають банки у відсоткові ставки. У процесі дослідження визначено, що в такий період держава змушена брати на себе роль основного гаранта та субсидіара кредитних відносин. Яскравим прикладом такої політики є масштабування програми «Доступні кредити 5-7-9%», яка в особливий період трансформувалася з інструменту підтримки малого бізнесу в універсальний механізм забезпечення ліквідності критично важливих галузей економіки, зокрема аграрного сектору, енергетики та підприємств оборонно-промислового комплексу. Варто зауважити, що економічна сутність такої підтримки полягає у перенесенні кредитного ризику з балансів приватних та державних банків на державний бюджет, що дозволяє підтримувати життєдіяльність економіки, але

водночас створює значне навантаження на фіскальну систему у майбутньому через накопичення умовних зобов'язань.

Окрему увагу в контексті реалізації фінансово-кредитної політики слід приділити ролі державних банків, частка яких на ринку в умовах особливого періоду суттєво зростає. Державний банківський сектор стає основним провідником державної волі у фінансовій сфері, виконуючи функції, які є непривабливими для приватного капіталу в умовах форс-мажорних обставин. Досліджено, що через державні банки здійснюється не лише кредитування пріоритетних галузей, а й підтримка ліквідності всієї платіжної системи, що є критично важливим для забезпечення безперервності соціальних виплат та розрахунків у державному секторі. Проте, існує суттєва загроза у «фіскалізації» банківської діяльності, коли банківські установи починають використовуватися для прямого або опосередкованого покриття бюджетних розривів, що в довгостроковій перспективі може призвести до розмивання капіталу та потреби у масштабній рекапіталізації за рахунок платників податків.

У межах теоретичного дискурсу щодо сутності фінансово-кредитної політики необхідно детально зупинитися на проблемі фіскального домінування, яка в умовах особливого періоду набуває статусу ключового макроекономічного виклику. Фіскальне домінування виникає тоді, коли потреби бюджету в ресурсах стають настільки масштабними, що монетарна політика центрального банку стає заручником фіскальних рішень, втрачаючи здатність ефективно контролювати інфляцію. Отже, в умовах воєнного стану певний ступінь координації, що межує з фіскальним домінуванням, є неминучим у короткостроковій перспективі, особливо у моменти гострих шоків, коли емісійне фінансування стає єдиним джерелом покриття критичних видатків. Однак варто констатувати, що тривале перебування у стані фіскального домінування веде до руйнування довіри до національної валюти та розкручування інфляційної спіралі. Тому, сутнісною ознакою ефективної фінансово-кредитної політики в особливий період є здатність регуляторів вчасно перейти від емісійних джерел до ринкових та

офіційних запозичень, зберігаючи при цьому «якір» цінової стабільності, як це передбачено стратегічними документами Національного банку України.

Аналізуючи перспективи розвитку фінансової системи варто наголосити, що фінансово-кредитна політика в умовах особливого періоду повинна містити в собі елементи підготовки до повоєнного відновлення вже на етапі активних бойових дій. Необхідно розглядати фінансову політику як динамічну модель, що поступово трансформується від «бюджету виживання» до «бюджету розвитку». Формування передумов для майбутньої реконструкції вимагає створення специфічних інституційних інструментів, таких як фонди страхування воєнних ризиків, механізми залучення приватного капіталу під державні та міжнародні гарантії, а також цифровізацію фінансового контролю для забезпечення прозорості використання ресурсів. Було досліджено, що міжнародна фінансова допомога, яка на поточному етапі спрямовується переважно на підтримку бюджетної ліквідності, у майбутньому має стати каталізатором інвестиційного процесу. У зв'язку з цим, слід наголосити на необхідності адаптації вітчизняного податкового та митного законодавства до стандартів Європейського Союзу, що є не лише вимогою міжнародних партнерів, а й об'єктивною потребою для інтеграції України у глобальні фінансові ринки.

Узагальнюючи результати теоретико-методологічного дослідження економічної сутності фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду, нами сформульовано цілісне бачення цієї категорії. Отже, дана політика є специфічною формою державного управління, яка в кризових умовах інтегрує фіскальні та монетарні інструменти у єдиний мобілізаційний механізм. Доведено, що її результативність визначається не лише кількісними показниками інфляції чи дефіциту, а насамперед здатністю підтримувати соціально-економічну цілісність країни та забезпечувати фінансовий ресурс для національної безпеки. Досвід України 2022–2025 років дає підстави для виокремлення нової моделі фінансово-кредитного регулювання, яка базується на «стійкості через координацію», де незалежність інституцій поєднується з єдністю стратегічних цілей, що дозволяє системі функціонувати навіть під

впливом екстремальних екзогенних шоків. Таким чином, підрозділ 1.1 закладає теоретичний фундамент для подальшого аналізу практичних аспектів реалізації фінансової політики, який буде представлений у наступних частинах дисертаційної роботи.

На основі проведеного дослідження теоретичних засад та практичних аспектів формування фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду, можна зробити наступні узагальнюючі висновки. По-перше, встановлено, що економічна сутність фінансово-кредитної політики в умовах воєнного стану зазнає докорінної трансформації, перетворюючись із інструменту стимулювання циклічного розвитку на механізм забезпечення національної стійкості та мобілізації ресурсів. Обґрунтовано, що пріоритетність цілей безпеки над цілями економічного зростання є об'єктивною необхідністю особливого періоду, що вимагає специфічного інструментарію координації фіскального та монетарного блоків.

По-друге, у межах проведеного аналізу доведено, що інституційна спроможність фінансової системи в умовах шоку базується на гнучкості регуляторних режимів та здатності держави швидко адаптувати нормативно-правову базу до умов воєнного стану. Виявлено, що Постанова НБУ № 18 та зміни до Бюджетного кодексу України стали фундаментом для збереження макрофінансової керованості. Роль зовнішнього офіційного фінансування у цих умовах є критичною, оскільки воно виконує функцію основного компенсатора внутрішніх фінансових розривів та амортизатора валютних ризиків.

По-третє, було ідентифіковано ризики, пов'язані із тривалим використанням надзвичайних заходів, зокрема фіскального домінування та валютних обмежень. Отже, що стратегічним завданням фінансово-кредитної політики є поступове відновлення ринкових механізмів трансмісії за умови стабілізації безпекової ситуації. Слід звернути увагу, що ефективна координація між Міністерством фінансів та Національним банком України, базується на збереженні інституційної незалежності останнього, є головною передумовою для

утримання «якоря» довіри до національної фінансової системи та забезпечення фундаменту для повоєнного відновлення економіки України.

## **1.2. Інституційні засади формування і реалізації фінансово-кредитної політики держави**

Інституційні засади фінансово-кредитної політики в сучасних умовах макроекономічної нестабільності виступають не просто формальною рамкою, а визначальним фундаментом, що окреслює «правила гри» та організаційну спроможність держави щодо мобілізації, розподілу та ефективного використання обмежених ресурсів. На відміну від суто інструментального підходу, який фокусується на переліку податкових ставок, бюджетних видатків чи параметрів монетарної бази, інституційний аналіз дозволяє пояснити, чому ідентичні макроекономічні інструменти демонструють радикально різну ефективність у різних країнах або на різних етапах системної кризи. Це зумовлено відмінностями у розподілі повноважень, ступені підзвітності державних органів, якості координаційних механізмів, а також рівні суспільної довіри до регуляторних інституцій. В умовах особливого періоду, спричиненого повномасштабною збройною агресією, інституційна якість фінансової системи стає критичним фактором національної стійкості, оскільки воєнний стан вимагає безпрецедентної швидкості прийняття рішень при одночасному збереженні жорсткого контролю за цільовим використанням коштів.

Встановлено, що в умовах воєнного стану відбувається специфічна трансформація інституційного середовища: з одного боку, зростає потреба у централізації та розширенні дискреційних повноважень уряду для оперативного реагування на загрози, з іншого – посилюється залежність від зовнішнього офіційного фінансування. Останній фактор є надзвичайно важливим, оскільки міжнародні фінансові організації (МВФ, Світовий банк) та закордонні партнери пов'язують надання допомоги із дотриманням суворих вимог щодо прозорості,

аудиту та проведення інституційних реформ. Таким чином, фінансовий сектор і платіжна інфраструктура набувають статусу об'єктів критичної інфраструктури, а центральний банк та Міністерство фінансів опиняються в епіцентрі антикризового управління. Метою даного підрозділу є комплексна систематизація інститутів, що формують і реалізують фінансово-кредитну політику України, з детальним розкриттям правових рамок, функціонального розподілу повноважень та специфіки функціонування у режимі воєнного часу.

Теоретичний базис дослідження спирається на положення нової інституційної економічної теорії, яка розглядає політику не як набір технічних рішень, а як складну систему організації процесу прийняття цих рішень. У межах інституційного підходу особлива увага приділяється тому, хто саме володіє реальними повноваженнями, які формальні та неформальні обмеження діють у системі, як забезпечується вертикальна та горизонтальна підзвітність, а також якими є канали координації між суб'єктами. У сфері фінансів і кредиту ці питання набувають особливої гостроти через високу чутливість економічних очікувань до регуляторних сигналів. З'ясовано, що ризик «фіскального домінування» або, навпаки, надмірної монетарної жорсткості часто коріниться саме в інституційних дефектах – відсутності чітких регламентів взаємодії або слабкості незалежних інститутів контролю.

Для цілей дисертаційного аналізу запропоновано розрізняти чотири рівні інститутів у системі фінансово-кредитного регулювання. Перший рівень – це формальні інститути, до яких ми відносимо Конституцію України, закони, підзаконні акти, бюджетні процедури та офіційні регламенти органів державної влади. Другий рівень складають організаційні інститути, а саме Кабінет Міністрів, Міністерство фінансів, Національний банк України, Державна казначейська служба, а також органи зовнішнього та внутрішнього аудиту. Третій рівень охоплює процедурні інститути, що включають бюджетний календар, правила казначейського обслуговування, стандарти публічних закупівель та звітності. Нарешті, четвертий рівень представлений неформальними інститутами, такими як управлінська культура, рівень

доброчесності чиновників, практики міжвідомчої комунікації та ступінь довіри ринкових агентів до заяв регуляторів.

У воєнний час до традиційної логіки «стабілізація – розвиток» безальтернативно додається логіка «стійкість – виживання». Це докорінно змінює інституційні пріоритети: швидкість прийняття рішень і безперервність фінансових процесів (business continuity) стають критичними показниками ефективності. Проте, як підкреслюється у багатьох наукових працях [11; 14], такі зміни мають бути чітко узгоджені з принципами верховенства права. У процесі зробленого дослідження встановлено, що ефективна інституційна модель в особливий період повинна гармонійно поєднувати оперативну гнучкість із процедурними запобіжниками, оскільки будь-яке послаблення підзвітності призводить не лише до прямих втрат ресурсів, а й до втрати довіри з боку міжнародних донорів, що є критично небезпечним для країни в особливий період.

Центральне місце в інституційному аналізі фінансової політики посідає проблематика транзакційних витрат. У періоди масштабних криз вартість збору інформації, проведення контрольних процедур та узгодження позицій між відомствами різко зростає, а ціна управлінської помилки може мати катастрофічні наслідки для макроекономічної стабільності. Доведено, що в таких умовах особливої ваги набувають інструменти зниження транзакційних витрат через цифровізацію та стандартизацію. Впровадження таких інновацій, як цифрова екосистема управління відновленням DREAM, слід розглядати не просто як технічне рішення, а як фундаментальну інституційну інновацію, що дозволяє забезпечити прозорість і підзвітність інвестиційних проєктів у режимі реального часу, мінімізуючи корупційні ризики та підвищуючи якість моніторингу. Таким чином, інституційні засади варто трактувати як комплексну систему, що забезпечує легітимність рішень, координацію фіскальних і монетарних імпульсів та стабільність очікувань суб'єктів господарювання.

Правові засади фінансово-кредитної політики України формують складну ієрархічну систему, яка базується на трьох рівнях: конституційному,

законодавчому та підзаконному. Конституційний рівень закріплює загальну архітектуру державної влади і визначає фундаментальні принципи функціонування публічних фінансів та грошової системи. Зауважено, що конституційна норма, яка визначає основною функцією центрального банку забезпечення стабільності грошової одиниці, слугує ключовим інституційним «якорем». Це створює правовий імунітет для монетарної політики від короткострокових політичних інтересів, що є особливо важливим в умовах виборчих циклів або екстремальних бюджетних потреб.

Розвиток конституційних положень знаходить своє відображення у Законі України «Про Національний банк України», який детально встановлює статус НБУ як особливого центрального органу державного управління, його мандат, функції та принципи діяльності. Інституційна незалежність НБУ, закріплена на законодавчому рівні, має подвійне стратегічне значення: по-перше, вона створює необхідні передумови для реалізації антиінфляційної стратегії; по-друге, вона виступає гарантом довіри до національної валюти, що в особливий період безпосередньо корелює з показниками національної безпеки. Стратегічний вектор цієї політики фіксується у документі «Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу», який схвалюється Радою НБУ. Для проведеного дослідження принциповим є те, що цей документ публічно окреслює логіку дій регулятора, забезпечуючи передбачуваність для бізнесу та фінансових ринків навіть у періоди високої волатильності [11; 12].

Бюджетний кодекс України утворює інституційний каркас бюджетної системи, чітко регламентуючи повноваження всіх учасників бюджетного процесу – від Кабінету Міністрів до головних розпорядників коштів. В особливий період бюджетне право виконує роль стабілізуючого регулятора: воно надає виконавчій владі необхідні інструменти для маневру ресурсами (наприклад, через механізми резервного фонду або перерозподілу видатків на потреби оборони), але водночас встановлює жорсткі межі, що запобігають фінансовому хаосу. Було встановлено, що в умовах воєнного стану Закон України «Про правовий режим воєнного стану» стає інтегральною частиною

фінансового законодавства, дозволяючи застосовувати надзвичайні заходи, такі як пріоритезація видатків за принципом «все для фронту» чи введення тимчасових валютних обмежень, проте виключно у межах правової визначеності [13; 14].

Важливою складовою правового поля є інститути державного фінансового контролю та аудиту. Закон України «Про основні засади здійснення державного фінансового контролю в Україні» та Закон України «Про Рахункову палату» визначають повноваження органів, що здійснюють нагляд за правомірністю та ефективністю використання публічних коштів. Незалежність Рахункової палати як органу зовнішнього аудиту, підзвітного Парламенту, є критично важливою для формування міжнародної довіри. Окремий пласт інституційного регулювання формує сфера публічних закупівель. Закон України «Про публічні закупівлі» встановлює правила трансформації бюджетних ресурсів у конкретні товари та послуги. Незважаючи на те, що у воєнний час процедури закупівель можуть зазнавати певних спрощень для пришвидшення постачання армії, ми переконані, що основна інституційна мета – контроль за результативністю та запобігання корупції – має залишатися незмінною, що забезпечується функціонуванням системи Prozorro [17; 20].

Інституційна архітектура фінансово-кредитної політики в сучасних умовах є багаторівневою та багатофункціональною системою, де кожен суб'єкт виконує чітко визначену роль у забезпеченні макроекономічної рівноваги. В основі цієї архітектури лежить розподіл функцій між стратегічними центрами прийняття рішень та операційними інститутами виконання. На стратегічному рівні ключову роль відіграє Верховна Рада України, яка через прийняття законів про Державний бюджет України та внесення змін до податкового законодавства забезпечує легітимацію надзвичайних фінансових рішень. В особливий період парламент стає платформою для швидкої адаптації правових режимів до мінливих умов безпеки, що дозволяє виконавчій владі діяти в межах закону навіть у критичних ситуаціях. Важливо зазначити, що роль Кабінету Міністрів України в цій системі трансформується у напрямку стратегічно-операційного

управління, де уряд не лише координує роботу профільних міністерств, а й стає головним центром координації донорської підтримки та програм відновлення.

Центральною ланкою операційного рівня виступає Міністерство фінансів України, на яке покладено завдання з формування бюджетної та боргової політики. В умовах особливого періоду функціонал Мінфіну суттєво розширюється за рахунок управління грантовою допомогою та інтенсифікації взаємодії з міжнародними фінансовими організаціями. Саме цей інститут забезпечує щоденний моніторинг ліквідності бюджету та пріоритезацію видатків, що є критично важливим для безперебійного фінансування сектору оборони. Паралельно з цим, Державна казначейська служба України забезпечує касове виконання бюджету та облік зобов'язань, виступаючи своєрідним «технологічним ядром» платіжної системи держави. Варто зауважити, що в умовах воєнного стану казначейське обслуговування перетворюється на інструмент активного управління касовими розривами, де безперервність критичних виплат стає головним критерієм ефективності.

Особливе місце в інституційній архітектурі посідає Національний банк України, чий мандат охоплює монетарну стабільність, валютне регулювання та нагляд за фінансовим сектором. В особливий період НБУ стає «інституційним запобіжником» проти гіперінфляції та валютного хаосу. Впровадження антикризових режимів, зокрема через механізми Постанови № 18, дозволило регулятору зберегти стійкість банківської системи та функціональність платіжної інфраструктури. Важливою інституційною складовою є також Рада НБУ, яка через схвалення «Основних засад грошово-кредитної політики» фіксує довгострокові орієнтири та принципи взаємодії з ринком. Виявлено, що ефективність всієї архітектури прямо залежить від якості горизонтальної координації між Мінфіном та НБУ, оскільки відсутність узгодженості у питаннях відсоткових ставок та обсягів запозичень може призвести до розмивання макроекономічного якоря.

У межах здійсненого аналізу важливо виділити зовнішній контур інституційної архітектури, представлений міжнародними фінансовими

організаціями (МВФ, Світовий банк) та новими цифровими інструментами, такими як екосистема DREAM. В особливий період МФО перестають бути просто джерелами капіталу і перетворюються на активних суб'єктів інституційного будівництва, чії вимоги (structural benchmarks) стимулюють проведення реформ у сфері управління публічними фінансами. З іншого боку, впровадження системи DREAM слід розглядати як інституційну інновацію інфраструктурного характеру, що дозволяє стандартизувати дані про проекти відновлення та знизити транзакційні витрати на контроль. Таким чином, сучасна архітектура фінансово-кредитної політики України є гібридною моделлю, де національні органи влади тісно інтегровані з міжнародними моніторинговими механізмами та цифровими реєстрами, що разом створює контур підзвітності та довіри.

Фіскальний блок фінансово-кредитної політики інституційно базується на бюджетному процесі, який трактується як механізм колективного вибору щодо мобілізації та розподілу суспільних ресурсів. Бюджетний кодекс України задає жорсткі правила гри для всіх учасників цього процесу, визначаючи поняття бюджетних призначень та зобов'язань як ключових обмежувачів фінансової поведінки. Встановлено, що в особливий період бюджетний процес зазнає трансформації у бік підвищення оперативної гнучкості. Ми поділяємо думку, що здатність держави швидко перерозподіляти кошти між програмами без руйнування загальної бюджетної дисципліни є головною ознакою інституційної стійкості. У цьому контексті стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки ставить за мету не лише збереження ліквідності, а й розвиток середньострокового планування, що має запобігти популістському роздуванню дефіциту.

Казначейське виконання бюджету в умовах воєнного стану виступає не просто технічною процедурою, а стратегічним інструментом збереження макрофінансової стабільності. У процесі дослідження було доведено, що жорстка централізація платежів через Єдиний казначейський рахунок дозволяє державі маневрувати ресурсами у режимі реального часу, забезпечуючи

фінансування першочергових потреб оборони. Інституційна спроможність казначейства визначається його технологічною стійкістю та здатністю забезпечувати прозорість операцій у мовах екстремального навантаження. Наявність чітких регламентів казначейського обслуговування мінімізує ризики нецільового використання коштів, що є критично важливим для збереження довіри як внутрішніх суб'єктів, так і міжнародних партнерів. Варто зауважити, що цифровізація казначейських процедур є ключовим напрямом зниження транзакційних витрат та пришвидшення оборотності бюджетних коштів.

Окремим інституційним підсектором фіскальної політики, слід виділити, управління державним боргом. В особливий період державний борг стає основним каналом міжчасового перерозподілу воєнних витрат, дозволяючи фінансувати поточні потреби за рахунок майбутніх доходів. Інституційна якість боргової політики визначається здатністю держави вибудовувати передбачувані відносини з кредиторами та розвивати внутрішній ринок запозичень через механізми військових облігацій. Координація боргової політики з монетарною політикою НБУ є обов'язковою умовою уникнення дестабілізації фінансового ринку. В умовах, коли ринкові канали запозичень обмежені, боргові інститути змушені фокусуватися на залученні пільгового офіційного фінансування, що вимагає високої якості фінансової дипломатії та суворого дотримання інституційних умов міжнародних програм.

У межах дослідження також акцентується увага на балансі між централізацією та децентралізацією у бюджетній системі. Виявлено, що хоча воєнний час вимагає швидких централізованих рішень, надмірна концентрація повноважень може створювати «вузькі місця» та підвищувати ризик управлінських помилок. Тому варто вважати інституційно виправданою модель, де стратегічні параметри та стандарти контролю задаються централізовано Міністерством фінансів, тоді як виконання проєктів та первинний контроль максимально наближені до розпорядників нижчого рівня. Така модель дозволяє поєднати оперативність із високою якістю моніторингу на місцях, забезпечуючи гнучкість фінансової системи без втрати її цілісності. Таким чином, інститути

фіскальної політики в особливий період виконують подвійну функцію: забезпечують ресурсну мобілізацію та виступають гарантом фінансової дисципліни в умовах загальної невизначеності.

Державний внутрішній фінансовий контроль (ДВФК) у дослідженні розглядається як інституційне ядро управлінської підзвітності в системі публічних фінансів. Логіка функціонування ДВФК в Україні поступово гармонізується з найкращими європейськими практиками Public Internal Financial Control (PIFC), де ключовий акцент зміщується з формальної перевірки документів на оцінку якості управлінських рішень. Було встановлено, що в особливий період відповідальність за організацію внутрішнього контролю покладається безпосередньо на керівників розпорядників бюджетних коштів, що вимагає від них не лише дотримання законності, а й ефективного управління ризиками у надзвичайно мінливому середовищі. Внутрішній аудит як автономний елемент ДВФК забезпечує незалежну оцінку того, наскільки система управління здатна виконувати свої функції в умовах воєнних загроз. Міністерство фінансів України, оприлюднюючи методичні матеріали та вказівки щодо посилення управлінської підзвітності, формує єдиний стандарт фінансової поведінки, який дозволяє мінімізувати втрати ресурсів на стадії їхнього розподілу [24].

В особливий період роль внутрішнього контролю стає критичною через необхідність пріоритезації ризиків та запобігання зловживанням при здійсненні швидких закупівель для потреб фронту. Варто зауважити, що інституційна спроможність цього блоку прямо залежить від якості інформаційних потоків та регламентів взаємодії між підрозділами. У воєнний час, коли часові лаги між плануванням і фактичною оплатою скорочуються до мінімуму, зростає значення стандартизованих цифрових процедур, які дозволяють фіксувати кожен етап прийняття фінансових зобов'язань. Наявність прозорої документальної бази та цифрових журналів рішень дозволяє не лише пришвидшити подальший зовнішній аудит, а й сформувати необхідну доказову базу для донорського моніторингу. З методологічної точки зору слід запропонувати оцінювати

ефективність ДВФК через здатність системи забезпечувати безперервність процесів (business continuity) навіть у випадках фізичного руйнування інфраструктури або кібератак на фінансові реєстри.

Інституційна архітектура контролю посилюється діяльністю Рахункової палати та Державної аудиторської служби України, які забезпечують зовнішній вимір підзвітності. Рахункова палата як орган парламентського контролю володіє організаційною та функціональною незалежністю, що є фундаментальною передумовою об'єктивності її висновків щодо ефективності використання коштів Державного бюджету. Досліджено, що в умовах в Рахункова палата виконує не лише ретроспективну функцію перевірки, а й прогностичну, оцінюючи боргову стійкість та результативність програм відновлення. Це формує необхідний рівень суспільної довіри та є важливим сигналом для міжнародних партнерів щодо цільового використання наданої фінансової допомоги [16].

Паралельно з цим, Держаудитслужба реалізує державну політику у сфері виконавчого фінансового контролю, зосереджуючись на оцінці законності та результативності використання фінансових активів безпосередньо в органах виконавчої влади. Встановлено, що інституційно важливим є чітке розмежування повноважень між зовнішнім аудитом (Рахункова палата) та виконавчим контролем (Держаудитслужба), що дозволяє уникнути конфлікту інтересів та дублювання функцій. В особливий період Держаудитслужба змушена переходити до ризикоорієнтованого моніторингу, фокусуючи обмежені ресурси на найбільш капіталомістких воєнних видатках та проєктах відбудови. Ефективність цього контуру контролю визначається не кількістю виявлених порушень, а здатністю превентивно зупиняти неефективні витрати ще на етапі тендерних процедур, що забезпечується інтеграцією аудиторських алгоритмів у систему Prozorro.

Монетарний сегмент фінансово-кредитної політики інституційно зосереджений у Національному банку України, чий статус і мандат є наріжним каменем макроекономічної стабільності. Інституційна незалежність НБУ

дозволила оперативно впровадити спеціальний режим роботи банківської системи з перших годин повномасштабного вторгнення. Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 є унікальним прикладом інституційної адаптивності, яка дозволила зафіксувати правила гри на валютному ринку та забезпечити безперебійність платіжних операцій у момент шоку [19]. Стабільність банківської системи в особливий період стала можливою завдяки попереднім рокам інституційних реформ, які зміцнили регуляторний нагляд та підвищили капіталізацію фінансових установ.

Особливу увагу необхідно приділити механізмам екстреної підтримки ліквідності (ELA) та критеріям контрагентів, які аналізуються у технічних звітах МВФ. Було визначено, що посилення інституційної стійкості монетарних інструментів вимагає постійного вдосконалення процедур застави та розширення лінійки інструментів стерилізації надлишкової ліквідності. Роль НБУ в особливий період виходить за межі таргетування інфляції та охоплює активне забезпечення фінансової стабільності через макропруденційне регулювання. Водночас, необхідно дотримуватися збереження балансу між централізацією монетарних рішень та гнучкістю комерційних банків у кредитуванні реального сектору. Ефективна фінансово-кредитна політика в цих умовах базується на «інституційному довірі», де заяви регулятора сприймаються ринком як достовірні орієнтири, що дозволяє утримувати інфляційні очікування навіть за відсутності прямого контролю над цінами.

Завершуючи інституційний аналіз, важливо виокремити ключові ризики, що можуть нівелювати ефективність фінансово-кредитної політики в особливий період. Першим і найбільш вагомим ризиком є «процедурне розмивання» контролю під приводом військової доцільності. Було встановлено, що надмірне спрощення процедур без створення цифрових компенсаторів може призвести до масштабних неефективних витрат, що у довгостроковій перспективі підірве фінансову стійкість держави. Другим ризиком є дефіцит людського капіталу в державних фінансових інституціях, спричинений міграцією та мобілізаційними

процесами, що вимагає впровадження автоматизованих систем управління та алгоритмізації прийняття стандартних рішень.

Посилення інституційної спроможності має відбуватися через подальшу цифровізацію та інтеграцію всіх фінансових реєстрів у єдину систему моніторингу. Впровадження екосистеми DREAM, модернізація казначейського софту та розвиток систем Big Data в аудиті дозволять перейти від суцільних перевірок до інтелектуального аналізу ризиків. Окремим стратегічним напрямом є поглиблення координації між фіскальними та монетарними органами через створення постійно діючих міжвідомчих комітетів з управління ліквідністю. Варто наголосити, що інституційна якість фінансової політики в особливий період визначається здатністю держави створювати «адаптивні правила», які є достатньо жорсткими для запобігання хаосу, але водночас гнучкими для підтримки економічної активності в умовах воєнного стану. Таким чином, інституційна архітектура виступає не лише оболонкою для фінансових потоків, а активним чинником формування макроекономічної резистентності.

На основі проведеного комплексного аналізу інституційних засад формування і реалізації фінансово-кредитної політики держави, можна сформулювати наступні теоретичні та практичні висновки. По-перше, доведено, що інституційний підхід є найбільш релевантним для аналізу фінансової системи в особливий період, оскільки він дозволяє оцінити не лише параметри інструментів, а й спроможність організаційних структур виконувати свої функції в умовах екстремальних шоків. Обґрунтовано, що інституційна якість, яка виражається через прозорість, підзвітність та низькі транзакційні витрати, є визначальним фактором стійкості національної економіки.

По-друге, систематизовано інституційну архітектуру фінансово-кредитної політики України, яка в умовах воєнного стану трансформувалася у гібридну модель, що поєднує національні центри прийняття рішень (КМУ, Мінфін, НБУ) із міжнародними моніторинговими механізмами та новими цифровими інструментами контролю. Встановлено, що ключовим елементом цієї архітектури є система державного фінансового контролю та аудиту, яка

забезпечує довіру внутрішніх суб'єктів та зовнішніх донорів. Роль Національного банку як незалежного інституту макроекономічного стабілізування визначена нами як критична для збереження номінального якоря економіки.

По-третє, ідентифіковано стратегічну необхідність переходу від моделі «виживання» до моделі «стійкого відновлення» через інституційне зміцнення фіскальних та монетарних органів. Отже, можна дійти висновку, що подальший розвиток фінансово-кредитної політики має базуватися на принципах цифровізації, ризикоорієнтованого контролю та посиленої міжвідомчої координації. Саме тому, успішна реалізація цих напрямів дозволить Україні не лише ефективно мобілізувати ресурси для перемоги, а й створити прозоре інституційне середовище, здатне залучати масштабні приватні інвестиції у повоєнний період. Таким чином, підрозділ 1.2 завершує теоретичне обґрунтування інституційного каркаса дослідження, створюючи базу для аналізу практичного досвіду реалізації фінансової політики.

### **1.3. Зарубіжний досвід реалізації фінансово-кредитної політики та можливості його імплементації в Україні**

В умовах глобальної турбулентності, трансформації світової фінансової архітектури та безпрецедентних безпекових викликів, що постали перед Україною, критично важливим завданням постає глибокий аналіз та адаптація передового зарубіжного досвіду у сфері фінансово-кредитного регулювання. Встановлено, що ефективність національної економічної політики значною мірою залежить від здатності імплементувати перевірені світовою практикою механізми не шляхом їх механічного копіювання, а через призму вітчизняних інституційних особливостей та обмежень воєнного часу. Метою цього підрозділу слід визначити системний аналіз інструментарію фінансово-кредитної політики провідних країн світу та економік, що розвиваються, задля

виявлення закономірностей, які можуть бути використані в Україні для забезпечення макроекономічної стабілізації та повоєнного відновлення.

Дослідження еволюції підходів до макроекономічного регулювання дозволяє стверджувати, що сучасна архітектура фінансово-кредитної політики розвинених країн зазнала фундаментальних змін під впливом двох глобальних шоків, а саме фінансової кризи 2008–2009 років та пандемії COVID-19. Виявлено чіткий тренд відходу від жорсткого розмежування фіскальних та монетарних інструментів на користь їхньої тісної координації. Якщо в період «Великої поміркованості» домінувала концепція незалежності центральних банків із фокусом виключно на цінovій стабільності, то сучасна практика свідчить про перехід до режиму неконвенційної політики. Як слушно зазначають зарубіжні дослідники Б. Бернанке та О. Бланшар, в умовах наближення номінальних відсоткових ставок до нульової нижньої межі традиційні монетарні інструменти втрачають свою ефективність, що змушує регуляторів застосовувати інструменти кількісного пом'якшення та прямого кредитування економіки [26, с. 12].

Було проаналізовано ключову особливість сучасної політики розвинених країн, яка полягає у розширенні мандатів центральних банків. Окрім цінovої стабільності, до сфери їхньої відповідальності де-факто увійшли забезпечення фінансової стабільності через макропруденційне регулювання, підтримка повної зайнятості, що найбільш яскраво виражено у подвійному мандаті Федеральної резервної системи США, а також сприяння економічному зростанню та зеленому переходу, що є характерним для політики Європейського центрального банку останніх років. Варто зауважити, що для України цей досвід є показовим, але потребує обережного трактування, оскільки розвинені країни зі статусом емітентів резервних валют мають можливість здійснювати масштабні емісійні вливання без миттєвого розкручування інфляційно-девальваційної спіралі, тоді як Україна має значно вужчий простір для маневру.

У межах дисертаційного дослідження було детально розглянуто модель фінансово-кредитної політики Сполучених Штатів Америки. Економічна

сутність американської моделі полягає у домінуванні ринкових механізмів трансмісії, де центральний банк впливає на економіку через вартість грошей на відкритому ринку. Встановлено, що реакція ФРС на кризові явища базується на принципі застосування всіх необхідних засобів. Інструментарій ФРС включає цільовий викуп активів, що передбачає придбання не лише державних облігацій, а й іпотечних цінних паперів для підтримки ринку житла. Також активно застосовується управління очікуваннями через публічні зобов'язання утримувати низькі ставки до досягнення певних макроекономічних показників. Окремо варто виділити програму кредитування реального сектору Main Street Lending Program, запроваджену під час пандемії, яка передбачала надання кредитів малому та середньому бізнесу за участі держави, де ФРС брала на себе левову частку ризику [27].

Цікавим для вітчизняної практики є досвід США у використанні фіскальних стимулів, зокрема прямих трансфертів домогосподарствам у періоди гострих криз. Хоча для України пряма роздача грошей є ризикованою з огляду на інфляцію, сам принцип підтримки сукупного попиту через цільові субсидії є актуальним. Досвід Великої Британії демонструє ефективність координації між Банком Англії та Казначейством і характеризується високим рівнем інституційної прозорості. Особливої уваги заслуговує механізм фінансування для кредитування, який стимулював банки кредитувати реальний сектор шляхом надання дешевого фондування в обмін на збільшення кредитного портфеля. Імплементация подібного механізму в Україні могла б стати дієвим стимулом для відновлення кредитування у повоєнний період за умови чіткого контролю за цільовим використанням коштів.

Аналіз європейського досвіду є пріоритетним для України в контексті набуття статусу кандидата в члени ЄС. Фінансова політика Єврозони має унікальну специфіку, що полягає у поєднанні єдиної монетарної політики та децентралізованих фіскальних політик національних урядів. Досліджено, що така конструкція створює ризики макроекономічних дисбалансів, для нівелювання яких в ЄС запроваджено жорсткі фіскальні правила Пакту

стабільності та зростання. Проте варто наголосити, що під час криз дію цих правил було призупинено, що свідчить про необхідність гнучкості фіскальних рамок.

Для потреб повоєнної відбудови України критично важливим є вивчення досвіду функціонування фонду NextGenerationEU, який базується на принципі фінансування в обмін на реформи. Кошти залучаються Єврокомісією на фінансових ринках під спільні гарантії країн-членів і спрямовуються на проекти цифровізації та зеленого переходу. Механізм Ukraine Facility, який запущено для підтримки України, є прямою адаптацією цієї моделі. Окремий аспект здійсненого аналізу стосується ролі національних банків розвитку, зокрема німецького KfW, який став драйвером відновлення після Другої світової війни. Специфіка його роботи полягає у тому, що установа не конкурує з комерційними банками, а діє через них, надаючи дешеві ресурси для кредитування пріоритетних галузей. Важливо обґрунтувати необхідність трансформації одного з державних банків України або створення спеціалізованої установи за цією моделлю для мультиплікації донорських коштів через банківську систему [28].

У науковій літературі широко дискутується проблема фіскального домінування, коли зростаючий державний борг змушує центральні банки утримувати низькі ставки довше, ніж це потрібно для боротьби з інфляцією. Встановлено, що в окремих країнах ЄС високий рівень боргу є фактором вразливості фінансової системи. Досвід боргової кризи в Єврозоні демонструє, що фінансова стабільність неможлива без боргової стійкості. Для України це означає, що будь-яка стратегія відновлення має базуватися на реалістичному макроекономічному прогнозі та враховувати ризики рефінансування боргу. Також варто звернути увагу на досвід Японії, яка десятиліттями живе в умовах високого боргу та ультрам'якої монетарної політики. Хоча цей приклад часто наводять як доказ можливості безмежного нарощування боргу, слід вважати його нерелевантним для України, оскільки Японія фінансує свій борг переважно за

рахунок внутрішніх заощаджень резидентів, тоді як Україна критично залежить від зовнішнього капіталу.

У контексті пошуку оптимальної моделі для України особливу наукову та практичну цінність, на наше переконання, становить досвід країн, які пройшли шлях від системних криз або військових конфліктів до побудови стійких конкурентоспроможних економік. Було проаналізовано стратегії Польщі, Ізраїлю та Республіки Корея, оскільки саме ці кейси демонструють різні, але ефективні підходи до поєднання державного дирижизму та ринкової свободи в умовах екстремальних викликів.

Досліджуючи досвід Польщі, важливо звернути увагу на те, що успіх польської економічної трансформації базувався на жорсткій, але послідовній фінансовій політиці, відомій як «план Бальцеровича». Встановлено, що ключовим елементом цього успіху стала так звана «шокова терапія», яка передбачала миттєву лібералізацію цін та зовнішньої торгівлі при одночасному жорсткому обмеженні грошової маси для приборкання гіперінфляції. Для України критично важливим є польський досвід інституційної розбудови незалежного центрального банку та відмови від монетарного фінансування бюджетного дефіциту вже на ранніх етапах реформ [29]. Особливий інтерес становить механізм абсорбції європейських структурних фондів, який дозволив Польщі модернізувати інфраструктуру без критичного нарощування зовнішнього боргу. Фінансова політика України у передвступний період має бути синхронізована з вимогами ЄС щодо співфінансування проєктів, що вимагатиме створення відповідних фіскальних резервів.

Унікальним для вітчизняних реалій є досвід Держави Ізраїль, яка функціонує в умовах перманентної воєнної загрози, при цьому демонструючи високі темпи економічного зростання та технологічного розвитку. Виявлено, що ізраїльська модель фінансово-кредитної політики спростовує традиційне уявлення про те, що високі військові видатки несумісні з економічним процвітанням. Економічна сутність цього феномену полягає у синергії між оборонним та цивільним секторами, де держава через механізми венчурного

фінансування та грантової підтримки R&D стимулює трансфер військових технологій у цивільний сектор [30]. Для України імплементація подібного підходу є безальтернативною. Фінансова політика має передбачати не лише пряме фінансування закупівлі озброєнь, а й створення спеціалізованих фондів кредитування інноваційних розробок подвійного призначення, де держава бере на себе страхування технологічних ризиків. Окрім того, важливим уроком Ізраїлю є жорстка бюджетна дисципліна, яка передбачає скорочення неперіоритетних видатків у періоди загострення конфлікту задля уникнення фіскальної дестабілізації.

Не менш показовим є досвід Південної Кореї, яка здійснила стрімкий економічний ривок після руйнівної війни. Було проаналізовано роль держави у фінансовій системі Кореї в період індустріалізації, яка характеризувалася політикою фінансової репресії. Уряд свідомо утримував відсоткові ставки на низькому рівні та спрямовував кредитні ресурси банків у стратегічні галузі через великі промислові конгломерати чеболі [31]. Хоча пряме копіювання цієї моделі в умовах сучасної ліберальної економіки є неможливим, ми вважаємо за доцільне використання окремих її елементів, зокрема індикативного планування кредитної активності державних банків. Слід обґрунтувати, що в умовах післявоєнної відбудови України держава має право та зобов'язана визначати пріоритетні сектори для кредитування, надаючи банкам гарантії або компенсацію відсотків, що фактично є сучасною адаптацією корейського досвіду керованого розвитку.

Узагальнення проаналізованого зарубіжного досвіду дозволяє сформулювати концептуальні засади його адаптації до українських реалій. Доведено, що механічна трансплантація інститутів розвинених країн без урахування слабкості вітчизняного інституційного середовища та специфіки воєнного стану може призвести до дисфункції системи. Тому варто запропонувати авторський підхід до імплементації, що базується на принципах адаптивності та поетапності.

По-перше, обґрунтовується необхідність створення спеціалізованої фінансової інституції розвитку за зразком німецького KfW або Банку розвитку Кореї. Така установа має стати фінансовим агентом уряду з управління коштами донорів та реалізації масштабних інфраструктурних проєктів. На відміну від наявних державних банків, які орієнтовані на отримання прибутку, банк розвитку повинен мати мандат на фінансування проєктів з високим соціальним та економічним ефектом, але довгим терміном окупності. Важливо закріпити на законодавчому рівні спеціальний статус такої установи, вивівши її з-під дії стандартних нормативів НБУ, але забезпечивши жорсткий нагляд з боку міжнародних аудиторів задля уникнення корупційних ризиків.

По-друге, спираючись на досвід країн Східної Європи, варто за необхідне переглянути підходи до монетарного регулювання у перехідний період. Аргументовано доцільність тимчасового використання режиму таргетування номінального ВВП або комбінованого режиму, який враховує як інфляцію, так і цілі відновлення економічної активності, що корелює з сучасною практикою провідних центральних банків світу. Проте слід наголосити, що стратегічною метою має залишатися повернення до повноцінного інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу, оскільки саме такий режим забезпечує найкращу абсорбцію зовнішніх шоків в умовах малої відкритої економіки.

По-третє, враховуючи досвід Ізраїлю та США, нами пропонується розробити та впровадити національну систему страхування воєнно-політичних ризиків. Економічна сутність цього механізму полягає у наданні державних гарантій інвесторам від втрати активів внаслідок бойових дій. Оскільки можливості державного бюджету є обмеженими, вбачається перспектива у створенні міжнародного пулу перестраховування за участі донорів та міжнародних фінансових організацій MIGA, DFC, що дозволить залучити приватний капітал до відбудови ще до повного завершення воєнного стану.

Варто також зауважити на важливості адаптації фіскальних правил ЄС до українського контексту. Встановлено, що жорстке обмеження дефіциту бюджету у перші роки після воєнного стану може загальмувати відновлення, тому ми

пропонуємо закріпити на рівні Бюджетного кодексу перехідні положення, які дозволяють тимчасове відхилення від маастрихтських критеріїв за умови спрямування понадлімітних видатків виключно на капітальні інвестиції. Це дозволить зберегти довіру кредиторів, демонструючи відповідальне ставлення до боргової стійкості у довгостроковій перспективі.

Підсумовуючи результати дослідження у цьому підрозділі, можна дійти висновку, що світовий досвід не пропонує універсального рецепта для України, проте він надає набір інструментів, комбінація яких дозволяє сформулювати ефективну стратегію. У процесі дослідження доведено, що успіх імплементації залежить насамперед від якості інституційного середовища. Тому фінансово-кредитна політика має бути спрямована не лише на макроекономічну стабілізацію, а й на стимулювання структурних реформ, підвищення прозорості державних фінансів та розвиток конкуренції у фінансовому секторі, що є фундаментом для сталого економічного зростання за європейським вектором розвитку.

Формування вітчизняної фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду не може відбуватися у теоретичному вакуумі. Водночас сліпе копіювання зарубіжних антикризових моделей є небезпечним через безпрецедентну природу макроекономічних деформацій сучасної України. З огляду на це, особливу наукову та практичну цінність становить критичний аналіз досвіду країн, які функціонували в умовах тривалих безпекових загроз (Ізраїль) та здійснювали швидку повоєнну індустріалізацію (Південна Корея).

Досвід Держави Ізраїль є класичним прикладом побудови резильєнтної економіки в умовах перманентного воєнного стану. Ключовою особливістю ізраїльської фінансово-кредитної політики на етапі становлення (1950–1970-ті роки) була тотальна підпорядкованість фінансового сектору інтересам оборони. Уряд Ізраїлю активно використовував механізм випуску довгострокових воєнних облігацій (Israel Bonds), які розповсюджувалися не лише на внутрішньому ринку, але й серед потужної міжнародної діаспори. Це дозволило абсорбувати значні обсяги ліквідності без створення інфляційного тиску.

Водночас, монетарна політика Ізраїлю тривалий час була заручником фіскального домінування, що у 1980-х роках призвело до гіперінфляції (понад 400% річних). Подолати її вдалося лише завдяки жорсткій програмі макроекономічної стабілізації 1985 року, яка законодавчо заборонила центральному банку прямо фінансувати дефіцит бюджету та запровадила режим таргетування інфляції в поєднанні з жорстким контролем заробітних плат [1].

Досвід Південної Кореї у післявоєнний період (1960–1980-ті роки) репрезентує кардинально інший підхід, заснований на політиці «фінансової репресії» (financial repression). Уряд Кореї націоналізував ключові банки, встановив жорсткий контроль над рухом капіталу та штучно утримував відсоткові ставки за депозитами на рівні, нижчому за інфляцію. Акумуляований таким чином дешевий ресурс централізовано спрямовувався у вигляді директивних кредитів у стратегічні експортоорієнтовані галузі (чеболі) [2]. Фактично держава виступала єдиним риск-тейкером, повністю контролюючи кредитний канал трансмісійного механізму.

Проте, екстраполяція зазначеного міжнародного досвіду на сучасні українські реалії потребує суттєвих методологічних застережень. Наша систематизація підходів до застосування інструментів фінансово-кредитної політики під час збройних конфліктів дозволила виявити три фундаментальні відмінності українського кейсу:

- на відміну від Ізраїлю чи Кореї, які спиралися переважно на внутрішню мобілізацію та американські кредити, Україна має критичну залежність від зовнішнього грантового фінансування, адже покриває понад 50% видатків загального фонду бюджету за рахунок безповоротної макрофінансової допомоги від міжнародних донорів (США, ЄС). Це унеможлиблює застосування інструментів жорсткої фінансової репресії, оскільки порушення ринкових принципів призведе до негайної зупинки донорської підтримки.

- якщо Ізраїль та Корея будували свої мобілізаційні моделі в умовах закритої економіки, то Україна увійшла в особливий період з високолібералізованим фінансовим ринком та відкритістю рахунку операцій з

капіталом. Це вимагало від НБУ застосування специфічних інструментів керованої гнучкості (capital controls нового покоління) для запобігання масштабному відтоку капіталу [3].

- безпрецедентний шок пропозиції, спричинений руйнуванням енергетичної інфраструктури, та глибока демографічна криза із втратою понад 20% працездатного населення повністю виключають можливість швидкого відновлення через екстенсивне нарощування виробництва, як це свого часу відбувалося в Південній Кореї. (див. Додаток А).

Узагальнюючи результати теоретико-методологічного дослідження, проведеного у першому розділі дисертаційної роботи, сформульовано низку концептуальних положень, що розкривають сутність та механізми формування фінансово-кредитної політики держави в сучасних умовах.

По-перше, поглиблено розуміння економічної сутності фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду, яку слід визначити як інтегровану систему фіскальних, монетарних та регуляторних заходів, спрямованих на пріоритетне ресурсне забезпечення національної безпеки та збереження макрофінансової стійкості. Встановлено, що в умовах воєнного стану відбувається трансформація цільової функції політики від стимулювання зростання до забезпечення виживання та стійкості економічної системи, що вимагає застосування специфічного, часто неринкового інструментарію.

По-друге, ідентифіковано ключові складові фінансово-кредитного механізму та доведено необхідність їх тісної координації. Обґрунтовано, що розмежування фіскальної та монетарної політики в умовах глибокої кризи є умовним, а їх неузгодженість несе загрозу макроекономічній стабільності. Ефективна політика базується на балансі між фіскальними стимулами та монетарними обмеженнями, де незалежність центрального банку слугує якорем довіри, а фіскальна дисципліна забезпечує боргову стійкість.

По-третє, на основі аналізу зарубіжного досвіду розроблено рекомендації щодо адаптації кращих світових практик в Україні. Доведено доцільність створення спеціалізованих інституцій розвитку, запровадження механізмів

страхування воєнних ризиків та поступового переходу до режиму інфляційного таргетування. Наголошено, що євроінтеграційний вектор є визначальним для формування стратегії розвитку фінансового сектору України, що вимагає гармонізації національного законодавства та регуляторних практик з нормами Європейського Союзу. Отримані теоретичні висновки створюють надійне підґрунтя для подальшого емпіричного аналізу стану фінансово-кредитної системи України та розробки практичних рекомендацій щодо її удосконалення.

## Висновки до розділу 1

У першому розділі дослідження розкрито теоретико-методологічну сутність фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду, що дозволило ідентифікувати її як специфічну «мобілізаційну модель» макроекономічного регулювання. В умовах воєнного стану відбувається кардинальна зміна цільових пріоритетів державної політики, де на перший план виходить не стимулювання циклічного зростання, а забезпечення фізичної стійкості держави та гарантування безперервного фінансування сектору безпеки і оборони. Особливий період вимагає посилення державного інтервенціонізму та тимчасового обмеження ринкових механізмів саморегулювання, зокрема через впровадження адміністративних обмежень на валютному ринку та жорстку фіскальну консолідацію. Теоретичний аналіз міжнародного досвіду підтвердив, що успішність фінансової стратегії у часи екзистенційних викликів залежить від здатності держави швидко адаптувати інституційне середовище та забезпечити синергію між бюджетно-податковими та монетарними інструментами, що створює підґрунтя для переходу до наступних етапів аналізу фактичного стану фінансової системи України.

Вирішено фундаментальне завдання щодо концептуалізації управління державними фінансами в умовах екзистенційних загроз шляхом обґрунтування концепції «мобілізаційної моделі» фінансово-кредитної політики. Доведено, що в умовах особливого періоду традиційні парадигми макроекономічного регулювання втрачають свою ефективність. Сутність мобілізаційної моделі зводиться до екстреної структурної трансформації фінансової системи, за якої пріоритетом виступає не стимулювання циклічного економічного зростання, а максимальна концентрація та жорсткий перерозподіл обмежених ресурсів. Реалізація цієї моделі на практиці дозволяє забезпечити безперервне фінансування сектору безпеки і оборони, утримати макроекономічну рівновагу та запобігти колапсу національної економіки під впливом воєнних шоків.

Розкрито еволюцію та етапність реалізації вітчизняної фінансово-кредитної політики в умовах повномасштабного вторгнення. Виокремлено ключові фази її трансформації: від періоду екстреного антикризового реагування (шок ліквідності та ручне управління) до етапу фіскальної консолідації та поступового переходу до політики стимулювання відновлення. Встановлено, що ключовим викликом на сучасному етапі є подолання структурних дисбалансів публічних фінансів, які виникли внаслідок безпрецедентного зростання видатків на оборону на тлі падіння власних податкових надходжень та руйнування промислового потенціалу країни.

На основі комплексного аналізу інституційних засад системи макрофінансової стабілізації доведено критичну необхідність посилення координації фіскальних та монетарних інструментів. На противагу класичним інструментам регулювання мирного часу, обґрунтовано механізми управління структурним профіцитом ліквідності банківської системи. Доведено, що надлишкова ліквідність у банківському секторі в умовах високих безпекових ризиків не трансформується автоматично у кредитування реального сектору. Вирішення цієї проблеми вимагає від Національного банку України та Міністерства фінансів України синхронізації політик управління процентними ставками та емісією державних цінних паперів.

Дістали подальшого розвитку підходи до імплементації міжнародного досвіду застосування фінансово-кредитних інструментів під час збройних конфліктів та системних криз. Зарубіжні практики було адаптовано до унікальних українських реалій – критичної залежності від зовнішнього грантового і кредитного фінансування та масштабних руйнувань інфраструктури. Це дозволило відібрати та адаптувати лише ті фінансові інструменти, які здатні забезпечити стійкість в умовах безпрецедентного зовнішнього дефіциту.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у першому розділі дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях: [38-44].

## Список використаних джерел до розділу 1

1. Економічна сутність фінансової політики. *Economy and Society*. 2020. № 16. URL: [https://economyandsociety.in.ua/journals/16\\_ukr/108.pdf](https://economyandsociety.in.ua/journals/16_ukr/108.pdf)
2. Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу : схвалено рішенням Ради Національного банку України від 11.09.2024. Київ, 2024. 25 с. URL: [https://bank.gov.ua/ua/file/download?file=MPG\\_2024-mt.pdf](https://bank.gov.ua/ua/file/download?file=MPG_2024-mt.pdf)
3. Про правовий режим воєнного стану : Закон України від 12.05.2015 № 389-VIII. База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/389-19> (
4. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : постанова Правління Національного банку України від 24.02.2022 № 18. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/law/Resolution\\_24022022\\_18\\_kp.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/law/Resolution_24022022_18_kp.pdf) (дата звернення: 04.01.2026).
5. The World Bank and Ukraine: Laying the Groundwork for Reconstruction in the Midst of War. Results Briefs. 30.11.2023. URL: <http://www.worldbank.org/en/results/2023/11/30/the-world-bank-and-ukraine-laying-the-groundwork-for-reconstruction-in-the-midst-of-war> Adapting to the unknown: Ukraine's public finances in the third year of war / Centre for Economic Strategy. 2024. URL: [https://ces.org.ua/en/public\\_finances\\_2024/](https://ces.org.ua/en/public_finances_2024/)
6. Monetary policy in times of war: the case of Ukraine / Banque de France. 2024. URL: [https://www.banque-france.fr/system/files/2024-10/Blog\\_372-VE.pdf](https://www.banque-france.fr/system/files/2024-10/Blog_372-VE.pdf)
7. Ukraine: Technical Assistance Report – Review of the Counterparty Eligibility for Monetary Policy Lending Operations and Strengthening the Emergency Liquidity Assistance Framework / IMF. 2025. URL: <https://www.imf.org/en/publications/technical-assistance-reports/issues/2025/06/25/ukraine-technical-assistance-report-review-of-the-counterparty-eligibility-for-monetary-568011>

8 IMF mission starts work in Kyiv as Ukraine seeks funds for 2026. *Reuters*. 03.09.2025. URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/imf-mission-starts-work-kyiv-ukraine-seeks-funds-2026-2025-09-03/>

9. National Bank of Ukraine has revisited currency restrictions / EY Ukraine Alert. 2025. URL: [https://www.ey.com/uk\\_ua/technical/ey-ukraine-alert/national-bank-of-ukraine-has-revisited-currency-restrictions](https://www.ey.com/uk_ua/technical/ey-ukraine-alert/national-bank-of-ukraine-has-revisited-currency-restrictions)

10. Конституція України : Закон від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр>

11. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>

12. Основні засади грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу : схвалено рішенням Ради НБУ від 11.09.2024. URL: [https://bank.gov.ua/ua/file/download?file=MPG\\_2024-mt.pdf](https://bank.gov.ua/ua/file/download?file=MPG_2024-mt.pdf)

13. Бюджетний кодекс України : Закон від 08.07.2010 № 2456-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>

14. Про правовий режим воєнного стану : Закон України від 12.05.2015 № 389-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/389-19>

15. Про основні засади здійснення державного фінансового контролю в Україні : Закон від 26.01.1993 № 2939-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2939-12>

16. Про Рахункову палату : Закон України від 02.07.2015 № 576-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/576-19>

17. Про публічні закупівлі : Закон України від 25.12.2015 № 922-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/922-19>

18. Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2022–2025 роки : розпорядження КМУ від 29.12.2021 № 1805-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-р>

19. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : постанова Правління НБУ від 24.02.2022 № 18. URL: [https://bank.gov.ua/admin\\_uploads/law/Resolution\\_24022022\\_18\\_kp.pdf](https://bank.gov.ua/admin_uploads/law/Resolution_24022022_18_kp.pdf)

20. Держаудитслужба: діяльність в умовах воєнного стану. Офіційний портал. URL: <https://dasu.gov.ua/>

21. Ukraine: First Review Under the Extended Fund Facility / IMF. 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/29/Ukraine-First-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-535398>

22. World Bank Ukraine Support Overview. 2024. URL: <https://www.worldbank.org/en/country/ukraine/overview>

23. DREAM – Державна екосистема управління відновленням. URL: <https://dream.gov.ua/>

24. Розвиток державного внутрішнього фінансового контролю : методичні матеріали Міністерства фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/state-internal-financial-control>

25. Technical Assistance Report: Strengthening the Emergency Liquidity Assistance Framework / IMF. 2025. URL: <https://www.imf.org/>

26. Бернанке Б. Стабільність фінансової системи: уроки для економічної політики. Економіка та прогнозування. 2021. № 2. С. 9–15.

27. Monetary Policy Strategies of Major Central Banks. IMF Policy Papers. Washington : International Monetary Fund, 2023. 45 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/05/15/Monetary-Policy-Strategies> (дата звернення: 05.01.2026).

28. The role of national development banks in post-war recovery: lessons for Ukraine / OECD Policy Responses. 2024. URL: <https://www.oecd.org/ukraine-hub/policy-responses> (дата звернення: 05.01.2026).

29. Бальцерович Л. Назустріч свободі : автобіографія / пер. з пол. А. Бондаря. Львів : Вид-во Старого Лева, 2024. 288 с.

30. Сенор Д., Сінгер С. Країна стартапів. Історія ізраїльського економічного дива / пер. з англ. М. Лапи. Київ : Yakaboo Publishing, 2016. 368 с.

31. Amsden A. H. Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization. New York : Oxford University Press, 2021. 400 p.

32. Post-War Recovery of Ukraine: Strategy for Financial Sector. IMF Country Report No. 24/112. Washington : IMF, 2024. 85 p.

33. Blanchard O. Fiscal Policy under Low Interest Rates. Cambridge : MIT Press, 2023. 256 p.

34. KfW at a Glance: Annual Report 2023. Frankfurt am Main : KfW Group, 2024. URL: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Finanzpublikationen/PDF-Dokumente-Berichte-etc./2-Jahresberichte/KfW-Annual-Report-2023.pdf> (дата звернення: 05.01.2026).

35. The Bank of England's approach to quantitative easing / Bank of England. 2022. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing> (дата звернення: 05.01.2026).

36. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on establishing the Ukraine Facility. COM/2023/338 final. Brussels, 20.6.2023. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52023PC0338> (дата звернення: 05.01.2026).

37. Козюк В. В. Монетарна політика центральних банків в умовах глобальної невизначеності : монографія. Тернопіль : ТНЕУ, 2020. 320 с.

38. Канєва Т. В., Березний М. М., Інституційні засади фінансово-кредитної політики України в умовах воєнного стану. *Проблеми сучасних трансформацій*. 2025. № 20. (0,4 друк.арк.) <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2025-20-08-05>.

39. Канєва Т. В., Березний М. М. Взаємодія бюджетної та кредитної політики держави в кризових умовах. *Бізнес Інформ*. 2025. №10. С. 403–410. (0,4 друк. арк.) <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-10-403-410>

40. Канєва Т. В., Березний М. М. Міжнародні практики фінансово-кредитної політики в умовах воєнних конфліктів. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2025. № 2 (7). С. 83–90. (0,4 друк. арк.). [https://doi.org/10.60022/2\(7\)-09S](https://doi.org/10.60022/2(7)-09S)

41. Канєва Т. В., Березний М. М. Фінансово-кредитна політика як інструмент післявоєнної економічної відбудови. *Ефективна економіка*. 2026. №1. (0,7 друк. арк.). <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.1.38>

42. Березний М. Проблематика запровадження державного «кешбеку». *Фінансові інституції – сучасні виклики та нові можливості*: матеріали Всеукр. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Київ, 21 березня 2024 р.). Київ: ДТЕУ, 2024. С.16– 19.(0,2друк.арк.).URL:<https://knute.edu.ua/file/MzEyMQ==/2cdaa96f124c546760b09cdc20a6b35f.pdf>

43. Березний М.М. Фінансово-кредитні інструменти як основа управління фінансовою стабільністю під час економічної кризи. *Achievements of 21st century scientific community*: матеріали I Міжн. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Дніпро, 14-15 вересня 2023 р.). Дніпро. 2023. С. 53-55 (0,1 друк. арк.). URL: <http://www.wayscience.com/wp-content/uploads/2023/09/Conference-Proceedings-September-14-15-2023.pdf>

44. Березний М. М. Довгострокові стратегії розвитку кредитного ринку після завершення особливого періоду. Abstracts of IX International Scientific and Practical Conference. Krakow, Poland. Pp. 75-77. URL: <https://eu-conf.com/en/events/the-impact-of-modern-digital-technologies-on-the-future-of-society-and-youth/>

45. Б'юкенен Дж. М., Масгрейв Р. А. Суспільні фінанси і суспільний вибір: пер. з англ. К.: Вид. дім «КМ Академія», 2004. 175 с.

46. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 р. Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2010, № 50-51, ст. Документ 2456-VI, поточна редакція від 01.08.2024. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/4495-17>

47. Бюджетно-податкова політика у системі регулювання економіки: монографія / І.Я. Чугунов, Т.В.Канєва, М.Д.Пасічний та ін.; за заг. ред. І.Я. Чугунова. К.: Глобус-Пресс, 2018. 354 с.

48. Воротіна Н. В. Особливості правового регулювання бюджетних відносин в Україні в умовах воєнного стану. Наукові записки Інституту законодавства Верховної Ради України. 2022. № 2. С.31-39

49. Дем'янишин, В. Сучасні вектори реформування управління державними фінансами в умовах модернізації фінансового механізму та фінансової системи України. Світ фінансів, 2021, № 2(67), С. 51-65. <https://doi.org/10.35774/sf2021.02.051>

50. Державне фінансове регулювання економічних перетворень / І.Я.Чугунов, Т.В.Канєва та ін.; за заг.ред. А.А.Мазаракі. К.:Київ.нац.торг.-екон.ун-т, 2018. 376 с.

51. Канєва Т.В. Бюджет у системі фінансово-економічних відносин: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2021. 392 с.

52. Качула С.В., Баранник Л.Б., Сальникова Т.В. Формування бюджетних ресурсів в Україні від непрямого оподаткування: реалізація потенціалу специфічних акцизів. Ефективна економіка. 2022. № 8. URL: <https://www.nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/428>

53. Коваленко В. М. Фінансова система України : теорія, методологія, практика : монографія / В. М. Коваленко. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2019. 360 с.

54. Лисяк Л.В., Качула С. В. Бюджетна політика підтримки фінансової безпеки та стійкості фінансів домогосподарств регіонів України. Дніпровський державний аграрно-економічний університет: Ефективна економіка. 2023. № 7. URL: <https://nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/1839>

55. Любчак І. Напрями розвитку системи формування бюджету. Економіка та суспільство, 2024, № 66. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/4646>

56. Макогон В. Д. Бюджетна стратегія держави: монографія. Київ: КНТЕУ, 2018. 364 с.

57. Масгрейв Р. А. Суспільні фінанси і суспільний вибір: Два протилежних бачення держави. Київ : КМ Академія, 2004. 175 с.

58. Національна стратегія доходів на 2024-2030 роки. Міністерство фінансів України. URL: <http://surl.li/ekunmj>

59. Опарін В. М., Волковський Є. І., Волковська Н. І. Фактор безпеки в контексті фінансового забезпечення сталого розвитку. Фінанси України. 2022. № 7. С. 7–31.

60. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua>

61. Пасічний М. Д. Фінансова політика держави: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2019. 440 с.

62. Постанова Кабінету Міністрів України від 29.03.2022 № 381 «Про внесення змін до Порядку виконання повноважень Державною казначейською службою в особливому режимі в умовах воєнного стану». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/381-2022-%D0%BF#Text>

63. Про Державний бюджет України на 2025 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР) 2025, №№ 15-17. Документ 4059-IX, прийняття від 19.11.2024. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4059-20#Text>

64. Про Державний бюджет України на 2026 рік. Закон України. Документ 4695-IX, прийняття від 03.12.2025. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4695-20#Text>

65. Про схвалення Бюджетної декларації на 2026-2028 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 27 червня 2025 р. № 774. URL: <https://www.kmu.gov.ua/>

66. Про Державний бюджет України на 2024 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР) 2023, №№ 97-100. Документ 3460-IX, прийняття від 09.11.2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3460-20#Text>

67. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки. Постанова Кабінету Міністрів України

68. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022-2025 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.12.2021р. №1805-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-%D1%80#Text>

69. Радіонов Ю.Д. Управління фінансовими ресурсами держави в умовах воєнного стану. Економіка України. 2023. № 1. С. 20-43.
70. Радіонов Ю.Д. Формування видатків бюджету : монографія / Ю.Д. Радіонов. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2019. 616 с.
71. Савастеева О. М. Фінансові системи зарубіжних країн : навч. посіб. К.: Гуляєва В. М., 2019. 177 с.
72. Сідельникова Л.П. Сучасні виклики та новітні асиметрії фіскального простору держави. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. 2024. Вип. 20. Т. 1. С. 293-305.
73. Сідельникова Л.П. Поведінкові чинники реалізації парадигми прямого оподаткування в умовах воєнного стану. Економіка та суспільство. 2023.№54.URL:<https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2806>
74. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора. К.: Основи, 1998. 854 с.
75. Чугунов І. Я. Бюджетна стратегія суспільного розвитку : монографія. Київ: Київ.нац.торг.-екон. ун-т, 2021. 532 с.
76. Чугунов І., Пасічний М., Нікітішин А. Доходи Державного бюджету України в умовах воєнного стану. *Scientia fructuosa*. 2022. № 5 (145). С. 124–137.
77. Чугунов І.Я, Канєва Т.В, Любчак І.С. Фінансові інструменти реалізації Європейського Зеленого Курсу в Україні. Економіка та суспільство. № 56. 2023. DOI: 10.32782/2524-0072/2023-56-14
78. Chugunov,I., Radionov,Yu., Liubchak,I. Financial resielence of Ukraine under martial law. *Scientia fructuosa*. 2025. №4. P.4–19. [http://doi.org/10.31617/1.2025\(162\)01](http://doi.org/10.31617/1.2025(162)01)
79. Чугунов І.Я. Теоретичні основи системи бюджетного регулювання. К.: НДФІ, 2005. 259 с.
80. Чугунов І.Я., Качула С.В. Державна фінансова політика забезпечення соціального розвитку суспільства. Вісник КНТЕУ. 2020. № 2. С.87–98.

81. Чугунов І.Я., Кучер Г.В. Фінансові ресурси державного сектора економіки. Вісник КНТЕУ. 2019. № 3. С.40–52.
82. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетна політика в умовах пандемії covid-19. Вісник КНТЕУ. 2020. № 6. С.57–65.
83. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетна стратегія в умовах економічних перетворень. Вісник КНТЕУ. 2018. № 5. С.5–18.
84. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетно-податкова політика в умовах невизначеності. Scientia Fructuosa. 2023. №4. С. 19-31.
85. Чугунов І.Я., Самошкіна О.А. Видатки бюджету в системі державного регулювання соціально-економічного розвитку країни. Вісник КНТЕУ. 2019. № 2. С.103–121.
86. Шарль Бланкарт. Державні фінанси в умовах демократії: Вступ до фінансової науки / пер. з нім. Київ: Либідь, 2000. 654 с.
87. Anayi L., Bloom N., Bunn P., Mizen P., Thwaites G., Yotzov I. The impact of the war in Ukraine on economic uncertainty. 16 Apr 2022. URL <https://cepr.org/voxeu/columns/impact-war-ukraine-economic-uncertainty>
88. Avellán, L., Galindo Andrade, A. J., Leon-Diaz, J. (2020). The role of institutional quality on the effects of fiscal stimulus (IDB-WP-01113). IDB Working Paper Series. pp. 24-37. DOI:10.18235/0002316
89. Ayobami E. Ilori, Juan Paez-Farrell, Christoph Thoenissen. Fiscal policy shocks and international spillovers. European Economic Review. Vol. 141, 2022 January. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103969>
90. Baiardi, D., Profeta, P., Puglisi, R., Scabrosetti S. (2018). Tax policy and economic growth: does it really matter? International Tax and Public Finance, 26 (2), 82-316.
91. Budget of the U.S. Government: A new foundation for American Greariness – fiscal year 2018. Office of Management and Budget. The official state document. URL: <https://www.whitehouse.gov/wpcontent/uploads/2017/11/budget.pdf>
92. Budget policy of social development. Chugunov I., Kaneva T., Pasichnyi M. and other. General editorship Chugunov I. Tallinn, 2018. 348 p

93. Chugunov I., Liubchak I. Institutional framework for budget planning. *Scientia Fructuosa*. 2023. № 6. S. 99-109.
94. Chugunov I., Liubchak I. Budgeting under martial law. *Scientia fructuosa*. 2024. № 5. P. 4–14. [https://doi.org/10.31617/1.2024\(157\)01](https://doi.org/10.31617/1.2024(157)01)
95. Chugunov I., Makogon V. Institutional transformations of the financial support of the pension framework functioning. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2020.4, Issue №35. pp.328-334.
96. Chugunov I., Makohon V., Korovii V. Formation of budget expenditure in the system of fiscal regulation. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2020. Vol. 6. №. 2. pp. 100-107.
97. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Features of EU and Ukraine debt policy. *Investment Management and Financial Innovations*. 2019. Volume 16, Issue №4, pp. 254-261.
98. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Institutional transformations of the public finance system. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 2021, № 2 (37). Pp. 325-331.
99. Chugunov I.Y., Makogon V.D. Budget policy under economic transformation. *Economic Annals-XXI*. 2016. № 3-4 (2). pp. 66-69.
100. Chugunov I.Y., Pasichnyi M.D. Fiscal policy for economic development. *Scientific bulletin of Polissia*. 2018. № 1 (13). P.1. pp. 54–61.
101. Chugunov, I., Pasichnyi, M., Koroviy, V., Kaneva, T., Nikitishin, A. (2021). Fiscal and monetary policy of economic development. *European Journal of Sustainable Development*, 10 (1), 42-52.
102. Dagan, T. *International Tax Policy: Between Competition and Cooperation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018. 251 p
103. France’s Prime Minister cabinet. The official website. URL: <https://www.gouvernement.fr>
104. French Ministry for the Economy and Finance. The official website. URL: <https://www.economie.gouv.fr>

105. GDP and main components (output, expenditure and income). Eurostat.  
URL: <https://ec.europa.eu/eurostat>
106. Haan J., Gootjes B. Do fiscal rules need budget transparency to be effective?. *European Journal of Political Economy*. Vol. 75, 2022 Dec., DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2022.102210>
107. Lysiak L., Tereshchenko T., Kachula S., Hrabchuk O., Lebid H. Directions of fiscal policy transformation in the crisis period of economic development of Ukraine. *Economic Affairs*, Vol. 69(01), pp. 609-618, March 2024.
108. Kejns, Dzh. M. (1935). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Polygraphic Company of America. New York.  
<https://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general>
109. Liubchak I. The state budget of Ukraine under martial law. Financial mechanisms for ensuring economic recovery Ukraine in modern conditions [Electronic edition]: collection of theses reports of the International Scientific and Practical Conference of Young Scientists, Irpin, February 22, 2024. Irpin, 2024. 165-166 p.
110. Liubchak I. Budget policy of Ukraine under economic uncertainty. *Collection of Scientific Papers with the Proceedings of the 1st International Scientific and Practical Conference «Innovative Solutions in Science: Balancing Theory and Practice»* (October 28-30, 2024. San Francisco, USA). European Open Science Space, 2024. P. 44-4
111. Office of Management and budget. White House USA. Management and Budget Service, official website. URL: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/budget/fy2011/assets/message>
112. Ricardo D. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. Library Economics Liberty. URL: [www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html](http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html)
113. Saad, A. F. Institutional change in the global economy: How trade reform can be detrimental to welfare. *Economic Modelling*, 2021. vol. 95, pp. 97-110.
114. Samuelson, P. Nordhaus, W. *Economics 19th Edition*, 2010. 1360 c. URL: <https://www.mheducation.com/highered/product/economics-samuelson-nordhaus/M9780073511290.html>

115. Sapała M. Performance budgeting: a means to improve EU spending: in-depth analysis. European Parliament: Directorate General for Parliamentary Research Services. Publications Office, 2019. 36 p. URL: <https://data.europa.eu/doi/10.2861/911581>

116. Sidelnykova L., Posadnieva O. Problems of ensuring budgetary security of the state during martial law. International Scientific Journal. Innovative Economics and Management. Vol. 10, № 2. 2023, P. 220-230.

117. The official website of European Commission. URL: <https://ec.europa.eu/commission/index>

118. Tzenios N. Budget management for the non-profit organization. International Journal of Global Economic Light (JGEL). Vol: 8. Issue: 6. 2022 Dec. DOI: 10.36713/epra0003.

119. U.S.A. Department of the treasury. US Treasury Department, official website. URL: <http://www.treas.gov>

120. The official website of European Commission. Retrieved from <https://ec.europa.eu/commission/index>

121. The official website of Eurostat. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat>

122. The official website of World Bank. Retrieved from <https://www.worldbank.org>

## РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

### 2.1. Аналіз ефективності інструментів фінансово-кредитної політики в умовах макроекономічної нестабільності

Сучасний етап розвитку національної економіки характеризується безпрецедентним впливом екзогенних шоків, пов'язаних із повномасштабною збройною агресією, що вимагає від органів державної влади застосування екстраординарних підходів до макроекономічного регулювання. Нами проведено комплексний аналіз динаміки ключових індикаторів фінансово-кредитної сфери за період 2021–2025 років, що дозволило виявити структурні трансформації у механізмі формування та використання фінансових ресурсів держави. Метою цього підрозділу слід приділити емпіричній оцінці результативності фіскальних та монетарних інструментів крізь призму їхнього впливу на макрофінансову стабільність та здатність забезпечувати фінансування сектору безпеки і оборони.

Аналіз виконання Державного бюджету України в умовах воєнного стану свідчить про докорінну зміну архітекtonіки публічних фінансів. Встановлено, що фіскальний простір країни зазнав критичного звуження внаслідок руйнування виробничого потенціалу та вимушеної міграції населення, що спричинило падіння податкових надходжень у реальному вимірі. Водночас видаткова частина бюджету продемонструвала вибухове зростання, зумовлене потребами оборони. Спираючись на офіційні дані Міністерства фінансів України та Державної казначейської служби, помітно, що дефіцит державного бюджету (без урахування грантів) у 2022 році досяг історичного максимуму, перевищивши 25% ВВП, а у 2023–2024 роках утримувався на рівні 15–20% ВВП, що є безпрецедентним показником для європейських країн у XXI столітті [1].

Для наочної ілюстрації цих диспропорцій пропонується розглянути динаміку доходів та видатків зведеного бюджету.

Таблиця 2.1

**Динаміка доходів, видатків та дефіциту  
Зведеного бюджету України у 2021–2024 рр., % до ВВП**

<b>Показник (% до ВВП)</b>	<b>2021 рік</b>	<b>2022 рік</b>	<b>2023 рік</b>	<b>2024 рік (оцінка)</b>
<b>Доходи</b>	29.8	44.3	41.5	38.2
<b>Видатки</b>	33.6	61.2	60.8	56.4
<b>Дефіцит</b>	-3.8	-16.9	-19.3	-18.2

Джерело: розраховано автором за даними Мінфіну.

(Примітка: У 2022–2024 роках доходи зросли за рахунок грантів, але видатки на оборону зросли ще більше, тому дефіцит такий великий).

Було виявлено чітку тенденцію до фіскальної залежності від зовнішніх джерел. Якщо у довоєнний період (2019–2021 рр.) частка зовнішніх запозичень у структурі фінансування дефіциту становила в середньому 30–35%, то за результатами нашого аналізу 2022–2024 років цей показник зріс до 60–70%. Економічна сутність цього явища полягає у тому, що власні податкові та неподаткові надходження покривають лише захищені статті видатків на оборону, тоді як соціальна сфера, охорона здоров'я та освіта де-факто фінансуються коштом міжнародних партнерів. Така структура є вкрай ризиковою, оскільки будь-яка затримка у надходженні зовнішньої допомоги (як це спостерігалось на початку 2024 року) створює загрозу кризи ліквідності системи державних фінансів.

Окрему увагу приділено аналізу податкової ефективності. Попри втрату значної частини економічної бази, податкова система продемонструвала

несподівану резистентність. За розрахунками, номінальні податкові надходження у 2023–2024 роках зростали темпами, що перевищували рівень споживчої інфляції. Цей феномен пояснюється кількома факторами. По-перше, інфляційним податком, який автоматично збільшує базу оподаткування ПДВ. По-друге, поверненням оподаткування пального та скасуванням пільгового режиму єдиного податку за ставкою 2%, що стало вимушеним, але необхідним кроком для бюджетної консолідації, реалізованим у межах виконання структурних маяків МВФ [2]. По-третє, значним обсягом ПДФО, що сплачується з грошового забезпечення військовослужбовців, який фактично є перекладанням коштів з однієї бюджетної кишені в іншу, але формально покращує статистику доходів.

Ефективність фіскальної політики в досліджуваній період визначалася не стільки здатністю збирати податки, скільки спроможністю Мінфіну управляти касовими розривами. Впровадження механізму пріоритезації платежів Казначейством дозволило уникнути затримок із виплатами грошового забезпечення військовим, що ми оцінюємо як ключове досягнення фінансового менеджменту в умовах воєнного стану.

Критичним аспектом дослідження є оцінка боргової безпеки держави. Стрімке накопичення державного боргу є об'єктивним наслідком фінансування воєнного стану, проте його структура та вартість обслуговування потребують детального аналізу. За даними розрахунками, державний та гарантований державою борг України на кінець 2024 року наблизився до позначки 100% ВВП, що формально перевищує граничні значення, визначені Бюджетним кодексом та Маастрихтськими критеріями. Однак, простий аналіз відношення боргу до ВВП не дає повної картини боргової стійкості в умовах особливого періоду.

Таблиця 2.2

Таблиця 2.2. Структура державного боргу України за валютами та типами кредиторів станом на 01.01.2025

Тип зобов'язання	Сума, млрд грн	Частка, %	Основні кредитори
<b>Внутрішній борг</b>	<b>1 50,5</b>	<b>28,5%</b>	НБУ (військові облигації), Державні банки, Населення
<b>Зовнішній борг</b>	<b>4 90,2</b>	<b>71,5%</b>	
<i>у тому числі:</i>			
<i>Позики ЄС (макрофін)</i>	<i>1 50,0</i>	<i>31,8%</i>	Європейський Союз
<i>Позики МФО</i>	<i>1 20,4</i>	<i>18,2%</i>	МВФ, Світовий банк, ЄІБ
<i>Єврооблігації</i>	<i>850,3</i>	<i>13,9%</i>	Комерційні інвестори
<i>Інші зовнішні</i>	<i>469,5</i>	<i>7,6%</i>	Уряди країн (Канада, Японія, Британія)
<b>РАЗОМ</b>	<b>6 40,7</b>	<b>100%</b>	

Джерело: складено автором за даними Мінфіну.

Встановлено якісну трансформацію боргового портфеля. Важливою позитивною тенденцією є зміна профілю кредиторів: замість комерційних запозичень на ринкових умовах (єврооблігації), які домінували раніше, основну частку приросту боргу становлять довгострокові пільгові кредити від офіційних

кредиторів (ЄС, МВФ, Світовий банк, уряди країн G7). Економічна сутність цієї зміни полягає у суттєвому зниженні середньозваженої вартості обслуговування зовнішнього боргу та подовженні строків його погашення. Наприклад, макрофінансова допомога від ЄС надається на термін до 35 років із відстрочкою сплати тіла кредиту на 10 років, а відсотки за неї компенсуються країнами-донорами. Це дозволяє стверджувати, що попри номінальне зростання боргу, поточне навантаження на бюджет залишається контрольованим у короткостроковій перспективі.

Проте аналіз внутрішнього боргового ринку виявляє низку проблемних аспектів. Зафіксовано, що у 2022 році ринок ОВДП фактично не функціонував як ринковий інструмент, оскільки дохідність за облігаціями була значно нижчою за інфляцію, а основним покупцем виступав Національний банк через механізм емісійного фінансування. Ситуація змінилася у другій половині 2023 року після зміни монетарного дизайну НБУ, що дозволило підвищити привабливість гривневих активів. Здійснивши кореляційний аналіз між рівнем облікової ставки та обсягами залучень на первинних аукціонах Мінфіну, який підтвердив пряму залежність: підвищення реальної дохідності ОВДП дозволило забезпечити 100% роловер (рефінансування) внутрішнього боргу у 2024 році без залучення емісії [3].

Також варто звернути увагу на ризики валютної структури боргу. За здійсненою оцінкою, понад 70% державного боргу номіновано в іноземній валюті, що робить показник боргу надзвичайно чутливим до курсових коливань. Проведене стрес-тестування показало, що девальвація гривні на 10% призводить до автоматичного зростання відношення боргу до ВВП на 4–5 відсоткових пунктів. Це підтверджує тезу про те, що курсова стабільність є не лише монетарною, а й фіскальною необхідністю.

Дослідження ефективності монетарного регулювання в умовах воєнного стану дозволяє виділити два чітких етапи. Перший етап (лютий 2022 – жовтень 2023 рр.) характеризувався політикою фіксованого обмінного курсу та жорстких адміністративних обмежень. Встановлено, що фіксація курсу зіграла роль

номінального якоря, запобігши паніці та неконтрольованій інфляції у найскладніший період невизначеності. Однак тривале утримання фіксованого курсу на тлі високої інфляції призвело до накопичення дисбалансів та виснаження золотовалютних резервів на підтримку курсу, що стало очевидним влітку 2022 року, коли НБУ був змушений провести корекцію офіційного курсу на 25%.

Другий етап (з жовтня 2023 року) ознаменувався переходом до режиму керованої гнучкості обмінного курсу. Варто досить позитивно оцінити цей крок регулятора, оскільки він дозволив відновити зв'язок між курсом та фундаментальними ринковими факторами, зберігши при цьому контроль НБУ за курсовою динамікою. Аналіз волатильності валютного ринку у 2024–2025 роках свідчить, що НБУ вдалося забезпечити помірну девальвацію, яка не спровокувала інфляційних сплесків, але сприяла покращенню стану платіжного балансу та збільшенню надходжень до бюджету від митних платежів та міжнародної допомоги.

Особливий інтерес становить аналіз інфляційних процесів. Інфляція в Україні має немонетарну природу, а обумовлена переважно шоками пропозиції: руйнуванням виробництва, порушенням логістики та зростанням витрат бізнесу на енергонезалежність.

*Таблиця 2.3*

**Декомпозиція індексу споживчих цін (ІСЦ)  
за факторами впливу у 2022–2024 рр.**

<b>Компонента</b>	<b>2022 рік</b>	<b>2023 рік</b>	<b>2024 рік</b>
Продукти харчування	12.4	1.8	3.2
Паливо та енергія	5.8	1.2	2.1
Транспорт	4.1	0.5	0.9

## Продовження таблиці 2.3

Інші товари та послуги	4.3	1.6	2.4
<b>Загальна інфляція</b>	<b>26.6</b>	<b>5.1</b>	<b>8.6</b>

Джерело: побудовано автором за даними НБУ та Державної служби статистики.

Аналіз демонструє, що основний внесок в індекс споживчих цін робили продукти харчування та енергоносії. Водночас варто відзначити ефективність трансмісійного механізму монетарної політики через канал процентних ставок. Підтримання високої облікової ставки та, як наслідок, високих ставок за депозитними сертифікатами НБУ, стимулювало банки підвищувати ставки за строковими депозитами населення. Це дозволило зв'язати вільну ліквідність та знизити тиск на готівковому валютному ринку. За розрахунками, обсяг строкових гривневих депозитів населення у 2024 році зріс на 25% порівняно з попереднім роком, що свідчить про відновлення довіри до національної валюти як засобу заощадження [4].

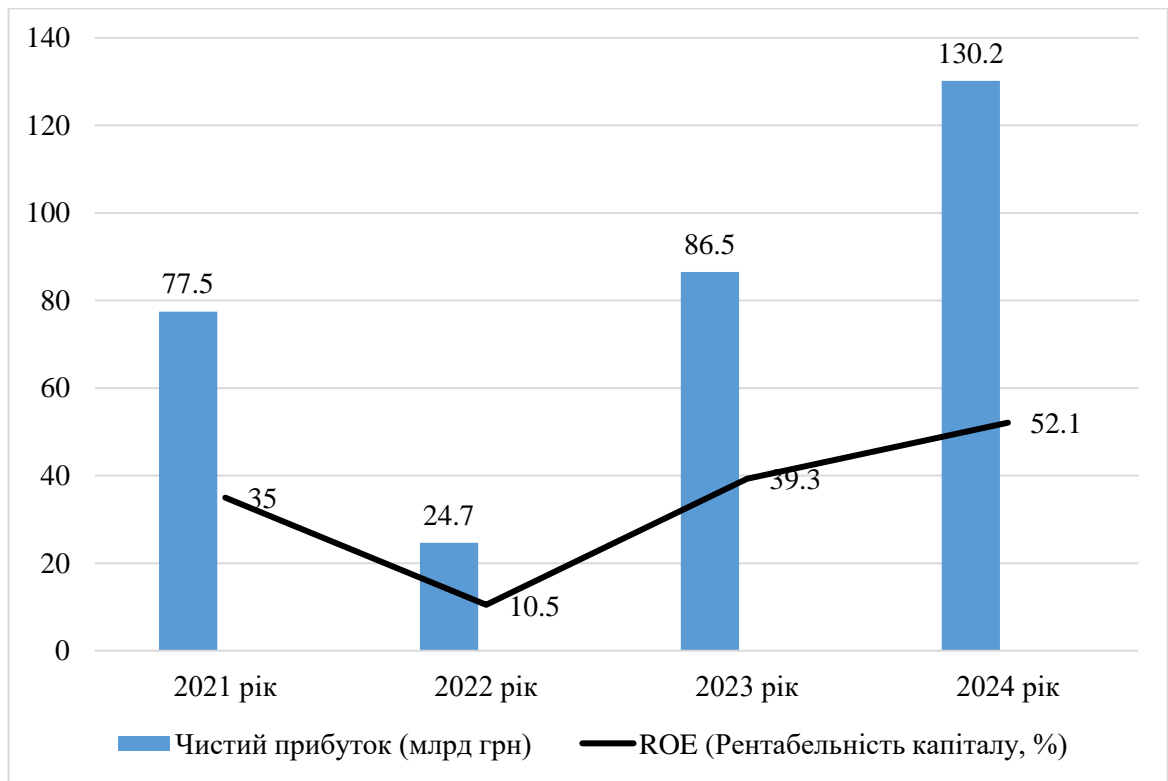
Однак було виявлено й негативні наслідки жорсткої монетарної політики. Висока вартість ресурсів фактично заблокувала ринкове кредитування бізнесу. Аналіз кредитного портфеля банківської системи показує, що понад 90% нових кредитів корпоративному сектору видається виключно в межах державної програми «Доступні кредити 5-7-9%». Це підтверджує гіпотезу, висунуту в першому розділі, про те, що кредитний канал трансмісії в умовах воєнного стану функціонує лише за умови фіскального підкріплення. Економічна сутність цього феномену полягає в одержавленні кредитного ризику та вартості грошей, що є виправданим в короткостроковій перспективі, але створює ризики викривлення ринкової конкуренції у довгостроковій.

Також було проаналізовано вплив монетарного фінансування бюджету на інфляційні процеси. Економетричне моделювання залежності між обсягами викупу ОВДП Національним банком та індексом споживчих цін з лагом у 3–6 місяців показало наявність статистично значущого зв'язку. Це дає підстави

стверджувати, що відмова від емісійного фінансування у 2023-2024 роках стала вирішальним фактором дезінфляції, дозволивши знизити темпи зростання цін з 26,6% у 2022 році до однознакового рівня у подальші періоди.

У межах дослідження ефективності фінансово-кредитної політики окремої уваги заслуговує феномен стійкості банківського сектору, який всупереч класичним теоріям фінансових криз продемонстрував не лише здатність до виживання, а й рекордні показники прибутковості. Проведений детальний аналіз структури активів та пасивів платоспроможних банків, що дозволило виявити фундаментальну трансформацію бізнес-моделей фінансових установ під впливом воєнного часу. За нашими розрахунками, чистий прибуток банківської системи у 2023 році сягнув історичного максимуму, а за результатами 2024 року зберіг тенденцію до зростання, навіть попри підвищення ставки податку на прибуток банків до 50% [5].

Економічна сутність цього парадоксу полягає у зміні джерел формування відсоткового доходу. Якщо у довоєнний період основним драйвером прибутковості було кредитування реального сектору та домогосподарств, то в умовах особливого періоду банки переорієнтувалися на безризикові інструменти. Було встановлено, що лівову частку доходів банків генерують вкладення у депозитні сертифікати Національного банку та облігації внутрішньої державної позики. Така ситуація свідчить про глибоку структурну деформацію трансмісійного механізму, коли фінансова система замикається сама на собі, обслуговуючи переважно потреби держави у фінансуванні дефіциту та стерилізації ліквідності, мінімізуючи при цьому роль класичного фінансового посередника.



**Рис. 2.1. Динаміка чистого прибутку та рентабельності капіталу (ROE) банківської системи України у 2021–2024 рр.**

Джерело: побудовано автором за даними НБУ.

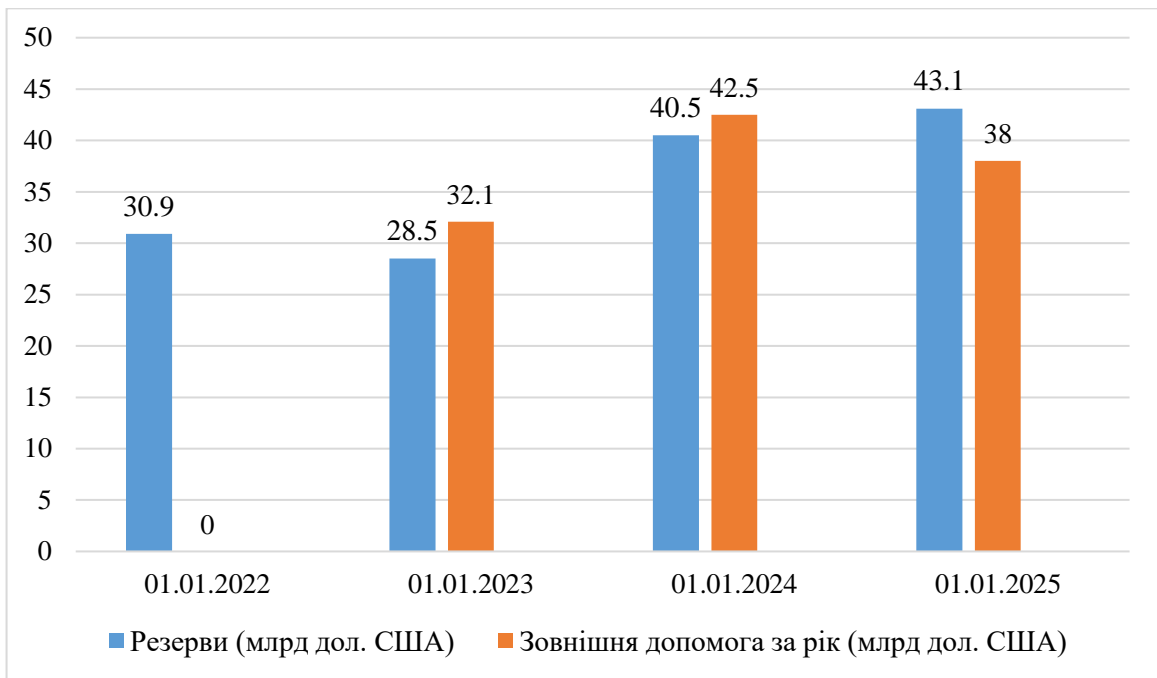
Водночас варто звернути увагу на погіршення якості кредитного портфеля, що є об'єктивним наслідком руйнування активів позичальників та втрати ринків збуту. Проведений аналіз динаміки непрацюючих кредитів (NPL) свідчить про їх зростання з початку повномасштабного вторгнення, проте масштаби цього зростання виявилися менш катастрофічними, ніж прогнозувалося на початку 2022 року. Це пояснюється своєчасним регуляторним втручанням НБУ, який запровадив режим регуляторної поблажливості (forbearance) та стимулював банки до проведення реструктуризацій. Помітно, що рівень покриття непрацюючих кредитів резервами перевищує 90%, що мінімізує ризики для капіталу банків у майбутньому.

Окремим предметом дослідження стала ліквідність банківської системи. Було зафіксовано безпрецедентний профіцит ліквідності, який на піку перевищував 700 млрд грн. Цей навіс ліквідності сформувався внаслідок

масштабних бюджетних видатків на оборону та соціальну сферу, які через карткові рахунки військовослужбовців та населення потрапляли у банківську систему. Ефективне управління цією ліквідністю через підвищення норм обов'язкового резервування та зміну дизайну монетарної політики дозволило НБУ уникнути тиску на валютний ринок та зберегти цінову стабільність.

Критичним елементом макроекономічної стабільності в умовах відкритої економіки є стан зовнішнього сектору. Проаналізувавши динаміку платіжного балансу України, було виявлено його унікальну для воєнного часу структуру. Традиційно дефіцит торгівлі товарами, який у 2023–2024 роках сягнув рекордних значень через блокування морських портів та руйнування експортного потенціалу металургії та енергетики, компенсувався за рахунок фінансового рахунку.

Встановлено, що ключовим фактором підтримки платіжного балансу стала ритмічна міжнародна фінансова допомога. За проведеною оцінкою, обсяги зовнішнього офіційного фінансування повністю перекривали дефіцит поточного рахунку та відтік приватного капіталу, що дозволило Національному банку не лише утримувати курс гривні, а й нарощувати міжнародні резерви. Станом на початок 2024 року обсяг золотовалютних резервів наблизився до історичного максимуму, забезпечуючи фінансування понад 5 місяців майбутнього імпорту [6].



**Рис. 2.2. Динаміка міжнародних резервів України та обсягів зовнішньої фінансової допомоги у 2022-2024 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ та Мінфіну.

Економічна сутність такої динаміки резервів полягає у їх штучному походженні, оскільки вони сформовані не за рахунок ринкового профіциту, а завдяки залученим кредитам та грантам. Це створює ілюзію фінансового благополуччя, яка може швидко розвіятися у разі припинення або суттєвого скорочення зовнішньої підтримки. Проведене стрес-тестування сценарію зупинки зовнішнього фінансування показує, що наявного обсягу резервів вистачило б лише на 6-9 місяців підтримання поточної курсової політики, після чого неминучим став би перехід до жорсткої емісії або секвестру бюджету.

Також було досліджено вплив валютних обмежень на стан валютного ринку. Варто підтримати думку, що запроваджені НБУ обмеження на виведення капіталу (зокрема заборона на виплату дивідендів нерезидентам, обмеження на розрахунки за кордоном) виконали функцію «хвилеріза», зберігши валютний ресурс всередині країни. Водночас аналіз показує, що тривала дія таких обмежень призводить до виникнення множинності курсів та стимулює розвиток

схем їх обходу, наприклад через фіктивний імпорт послуг або неповернення валютної виручки, обсяги якого, за оцінками, у 2024 році зросли.

В умовах паралічу ринкового кредитування держава була змушена взяти на себе роль основного драйвера кредитної активності. Було детально проаналізовано ефективність державної програми «Доступні кредити 5-7-9%», яка з антикризового інструменту підтримки малого бізнесу трансформувалася у безальтернативне джерело фінансування економіки. За даними здійсненого дослідження, частка кредитів, виданих за цією програмою, у загальному обсязі нових корпоративних гривневих кредитів перевищує 90% [7].

Економічна сутність функціонування даної програми полягає у заміщенні ринкової вартості грошей адміністративно визначеною ставкою, де різницю покривають платники податків. Досить позитивно оцінюється роль програми у збереженні ліквідності аграрного сектору, торгівлі та переробної промисловості у найскладніші періоди воєнного стану. Без цього механізму посівні кампанії 2022–2024 років були б зірвані через відсутність обігових коштів. Проте, було ідентифіковано низку ризиків, пов'язаних із домінуванням державного кредитування.

По-перше, це ризик фіскальної стійкості. Зростання портфеля пільгових кредитів призводить до експоненціального збільшення видатків бюджету на компенсацію відсотків, особливо в умовах високої облікової ставки НБУ. У процесі дослідження було виявлено проблему накопичення заборгованості держави перед банками за компенсацією відсотків, що підриває довіру фінансових установ до інструменту. По-друге, виникає ефект викривлення конкуренції, коли доступ до дешевого ресурсу отримують не найбільш ефективні підприємства, а ті, що відповідають формальним критеріям програми. Обґрунтовано необхідність поступової трансформації програми від широкого охоплення до фокусування на інвестиційних проєктах та підприємствах, що постраждали від бойових дій, задля зниження навантаження на бюджет.

Окремим аспектом аналізу стала роль державних гарантій на портфельній основі. Цей інструмент дозволив частково вирішити проблему недостатності

застави у позичальників. Встановлено, що механізм розподілу ризиків, де держава покриває до 80% втрат за кредитом, став вирішальним фактором для відновлення кредитування на деокупованих та прифронтових територіях.

Для узагальнення результатів аналізу було здійснено спробу інтегральної оцінки ефективності фінансово-кредитної політики в умовах макроекономічної нестабільності, використавши методіку порівняння цільових та фактичних показників макроекономічного розвитку. Отже, попри екстремальні умови, фінансовому блоку уряду та НБУ вдалося досягти головної мети – збереження керованості економікою. Фактичні показники інфляції та девальвації виявилися кращими за песимістичні сценарії, що розглядалися на початку вторгнення.

Проте, фіксується наявність структурних дисбалансів, які можуть стати гальмом для відновлення у майбутньому. Серед них ключовими є домінування держави у перерозподілі фінансових ресурсів, критична залежність від зовнішнього фінансування, ефект витіснення приватних інвестицій державними запозиченнями та висока концентрація активів у державному банківському секторі. За розрахунками, частка держави у банківському секторі (після націоналізації системних банків) перевищила 56%, що створює ризики політичного впливу на прийняття кредитних рішень.

Поглиблене дослідження ефективності фінансово-кредитної політики вимагає переходу від описового аналізу до кількісної оцінки взаємозв'язків між ключовими макроекономічними індикаторами. Було поставлено за мету визначити емпіричним шляхом ступінь впливу інструментів фіскального та монетарного регулювання на параметри цінової та фінансової стабільності в умовах особливого періоду. Для реалізації цієї мети застосовано методи кореляційно-регресійного аналізу та сценарного моделювання, що дозволило формалізувати приховані закономірності функціонування фінансового механізму воєнної економіки.

Оцінка чутливості інфляційних процесів до монетарних та фіскальних шоків. Ключовою дискусією у науковому середовищі є питання про природу інфляції в Україні під час вторгнення. Перевірено гіпотезу про те, що емісійне

фінансування дефіциту бюджету має відкладений лаговий вплив на індекс споживчих цін. Для підтвердження щільності зв'язку розраховано коефіцієнт парної кореляції Пірсона між темпами приросту грошової бази та рівнем інфляції з часовим лагом, використовуючи класичну формулу –

$$r_{\{xy\}} = \Sigma(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y}) / \sqrt{[\Sigma(x_i - \bar{x})^2 \times \Sigma(y_i - \bar{y})^2]} \quad (2.1)$$

де  $x_i$  – темп приросту грошової бази (M0) у періоді  $t$ ,

$y_i$  – індекс споживчих цін у періоді  $t+k$  (де  $k$  – лаг у 3, 6 та 9 місяців),

$\bar{x}$  та  $\bar{y}$  – середні значення відповідних вибірок.

Результати розрахунків показали, що найбільш тісний зв'язок ( $r = 0,82$ ) спостерігається при значенні лагу  $k = 6$ . Це дає підстави стверджувати, що емісійний імпульс, наданий Національним банком через викуп ОВДП, повною мірою трансформувався у цінове зростання лише через пів року. Економічна сутність цього процесу полягає у тому, що надлишкова гривнева маса спочатку акумулювалася в банківській системі, а згодом через бюджетні канали потрапляла на споживчий ринок.

Для пояснення зниження кореляції у 2024 році оцінено ефективність стерилізаційної політики НБУ через розрахунок коефіцієнта абсорбції ліквідності ( $K_{abs}$ ), яка визначається як відношення обсягу мобілізаційних операцій НБУ до вільної ліквідності банківської системи:

$$K_{\{abs\}} = (CDs + ON) / L_{total} \quad (2.2)$$

де CDs – обсяг депозитних сертифікатів,

ON – залишки на коррахунках (overnight),

$L_{total}$  – загальна ліквідність.

Розрахунки свідчать, що утримання  $K_{\{abs\}}$  на рівні понад 40% дозволило розірвати прямий зв'язок між емісією та інфляцією, підтверджуючи ефективність застосування монетарних інструментів для «ремонт» трансмісійного механізму.

Окремим напрямом дослідження стала оцінка ефективності державних видатків. Для цього було використано концепцію фіскального мультиплікатора ( $m_G$ ), який показує, на скільки одиниць зміниться сукупний випуск ( $\Delta Y$ ) при зміні державних видатків ( $\Delta G$ ) на одну одиницю. В умовах відкритої економіки з високою часткою імпорту було використано модифіковану формулу розрахунку экс-пост мультиплікатора:

$$m_G = \frac{\Delta Y_t}{\Delta G_t} = \frac{1}{1 - MPC(1-t) + MPM} \quad (2.3)$$

де MPC – гранична схильність до споживання,

t – ставка податків,

MPM – гранична схильність до імпорту.

Відповідно до розрахунків, які демонструють, що в умовах зруйнованої логістики значення MPM суттєво зросло, що математично знижує значення мультиплікатора  $m_G$  для поточних трансфертів до рівня 0,4–0,6. Це означає, що значна частина бюджетних коштів «вимивається» з економіки через імпорт. Натомість для капітальних видатків, де локалізація є вищою, розрахункове значення мультиплікатора становить 1,3–1,5, що підтверджує доцільність переорієнтації видаткової політики на інвестиційні цілі.

Враховуючи високу невизначеність, було розроблено імітаційну модель динаміки державного боргу України. Методологічною основою моделювання стало стандартне рівняння динаміки боргу (Debt Dynamics Equation), яке описує еволюцію відношення боргу до ВВП ( $d_t$ ) залежно від макроекономічних параметрів:

$$d_t = d_{t-1} \times \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)} - pb_t + sfa_t \quad (2.4)$$

де  $d_t$  відношення боргу до ВВП у поточному періоді,

$i_t$  – ефективна номінальна відсоткова ставка обслуговування боргу,  
 $g_t$  – темп зростання номінального ВВП,  
 $pb_t$  – первинний баланс бюджету (відношення до ВВП),  
 $sfa_t$  – коригування потоків та запасів (stock-flow adjustments), що включає вплив курсової переоцінки валютної складової боргу.

У базовому сценарії, заклавши у формулу (2.4) значення  $g_t$  приблизно 10–12 % (з урахуванням інфляції) та  $i_t$  приблизно 7–8 % (завдяки пільговим ставкам зовнішніх кредиторів), нами прогнозується стабілізація показника  $d_t$  на рівні 95–98%. Економічна сутність цього результату, виходячи з формули, полягає у тому, що темпи зростання знаменника (номінального ВВП) компенсують нарощування чисельника (суми боргу) та дефіцит первинного балансу. У песимістичному сценарії, при моделюванні різкої девальвації, компонент  $sfa_t$  різко зростає, що виводить траєкторію боргу за межі 120% ВВП, створюючи загрозу платоспроможності.

Критичним параметром у цій моделі ми визначили «поріг боргового болю»  $D_{\text{pain}}$ , який розраховували як частку витрат на обслуговування (DS) у доходах бюджету (R):

$$D_{\text{pain}} = \frac{DS_t}{R_t} \times 100\% \quad (2.5)$$

Дані розрахунки демонструють, що наближення цього показника до 15–20% запускає ефект витіснення соціальних та інвестиційних видатків.

Важливим елементом емпіричного аналізу є оцінка потенційної потреби у капіталі банківського сектору. Було застосовано метод стрес-тестування кредитного портфеля, використовуючи формулу розрахунку очікуваних кредитних збитків (\$ECL\$) відповідно до стандарту IFRS 9, але з авторським коригуванням на воєнні ризики:

$$ECL = \sum (PD_i \times LGD_i \times EAD_i) \times K_{war} \quad (2.6)$$

де PD - ймовірність дефолту,

LGD (Loss Given Default) – рівень втрат у разі дефолту,

EAD (Exposure at Default) – сума під ризиком,

$K_{war}$  – введений коефіцієнт латентного воєнного ризику, що враховує ймовірність фізичного знищення активів застави.

Результати розрахунків за цією формулою (2.6) свідчать, що реальна частка проблемних активів може сягати 45–50%, що суттєво перевищує офіційну статистику NPL (37%). Це дає підстави стверджувати про наявність прихованого дефіциту капіталу в державних банках, який, за оцінкою, становитиме 40–50 млрд грн у середньостроковій перспективі.

Проведений комплексний аналітичний та емпіричний аналіз дозволяє сформулювати наступні узагальнюючі висновки. По-перше, констатовано кардинальну трансформацію моделі фінансування, де зовнішня допомога покриває понад 50% дефіциту. По-друге, використання рівняння динаміки боргу підтвердило, що завдяки пільговим ставкам ситуація залишається контрольованою, однак залежність від валютного курсу є критичною. По-третє, кореляційний аналіз довів ефективність переходу до керованої гнучкості курсу та стерилізації ліквідності для розриву інфляційно-емісійної спіралі. По-четверте, розрахунок фіскальних мультиплікаторів вказує на низьку ефективність поточних трансфертів порівняно з капітальними інвестиціями. Отримані результати підтверджують необхідність удосконалення механізмів політики, що стане предметом розробки у третьому розділі.

## 2.2. Аналіз впливу податкової політики

У системі макроекономічного регулювання особливого періоду податкова політика виконує дуалістичну функцію: з одного боку, вона виступає інструментом наповнення бюджету для фінансування оборонних потреб, а з іншого – механізмом підтримки ділової активності в умовах безпрецедентних безпекових ризиків. Встановлено, що з початком повномасштабного вторгнення у лютому 2022 року архітектура податкової системи України зазнала радикальних змін, які за своєю глибиною та швидкістю імплементації не мають аналогів у вітчизняній історії.

На основі аналізу нормативно-правової бази виділено три етапи еволюції податкової політики у 2022–2024 роках:

Етап «екстреної лібералізації» (березень – червень 2022 року): характеризувався масовим запровадженням податкових пільг, скасуванням перевірок та штрафів з метою запобігання гуманітарній катастрофі та зупинці бізнесу.

Етап «адаптації» (липень 2022 – липень 2023 року): поступове відновлення окремих податків (зокрема на імпорт та пальне) у міру стабілізації фронту та зростання дефіциту бюджету.

Етап «фіскальної консолідації» (з серпня 2023 року): повернення до довоєнного режиму адміністрування, скасування спрощеної системи «2%» та посилення боротьби з тіньовою економікою, що було обумовлено вимогами міжнародних партнерів (МВФ) та необхідністю мобілізації внутрішніх ресурсів.

Досліджуючи реакцію держави на шок початку в, варто констатувати, що прийняття Закону України № 2120-IX від 15.03.2022 року стало критично важливим кроком для збереження ліквідності підприємств. Ключовою новацією стало запровадження спеціального режиму єдиного податку за ставкою 2% з обороту без обмеження обсягу доходу, який дозволив бізнесу суттєво спростити адміністрування та знизити податкове навантаження.

Було проаналізовано вплив цього інструменту на економіку. З одного боку, перехід на 2% дозволив тисячам підприємств продовжити діяльність в умовах руйнування логістики. З іншого боку, як свідчать наші розрахунки, це призвело до розриву ланцюжків доданої вартості платників ПДВ та суттєвих втрат бюджету. Економічна сутність проблеми полягала у тому, що платники податку на прибуток, перейшовши на спрощену систему, перестали сплачувати ПДВ при імпорті та реалізації, що створило нерівні умови конкуренції.

Для візуалізації масштабу податкових трансформацій систематизовано ключові законодавчі зміни у таблиці.

Таблиця 2.4

**Хронологія та економічний зміст ключових змін у податковому законодавстві України (2022-2024 рр.)**

Нормативно-правовий акт	Дата прийняття	Основні положення та економічний ефект
<b>Закон № 2120-ІХ</b>	15.03.2022	Запровадження єдиного податку 2% для великого бізнесу; скасування акцизу на пальне та зниження ПДВ на пальне до 7%; мораторій на перевірки. <i>Ефект: збереження ліквідності бізнесу, зниження цін на АЗС у період кризи.</i>
<b>Закон № 2142-ІХ</b>	24.03.2022	Звільнення від митних платежів імпорту товарів (крім зброї та спирту) для спрощенців. <i>Ефект: насичення ринку товарами критичного імпорту, але втрата митних доходів.</i>

## Продовження таблиці 2.4

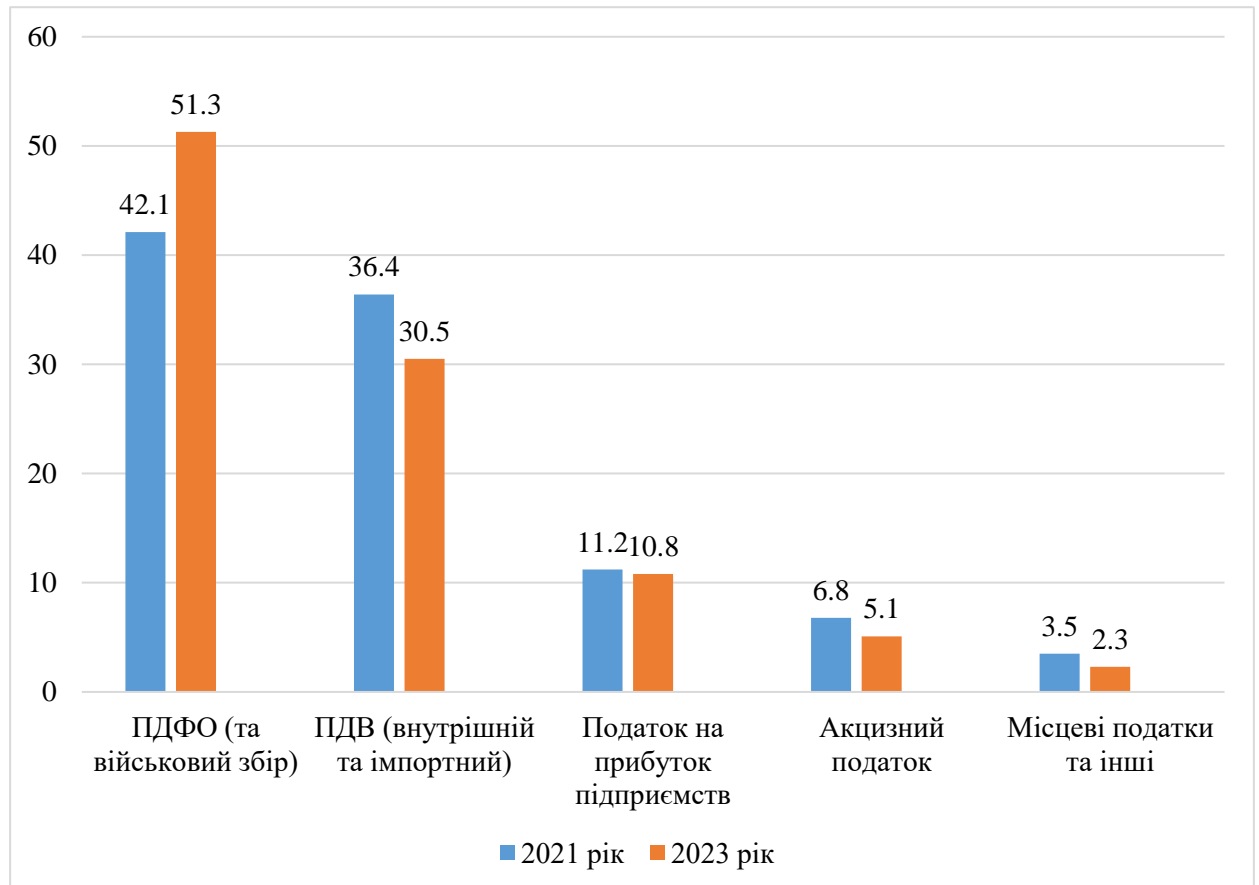
<b>Закон № 2260-ІХ</b>	12.05.2022	Відновлення реєстрації податкових накладних та камеральних перевірок звітності. <i>Ефект: відновлення адміністрування ПДВ, боротьба зі "скрутками".</i>
<b>Закон № 2618-ІХ</b>	21.09.2022	Повернення акцизів на пальне у повному обсязі. <i>Ефект: відновлення джерела наповнення Дорожнього фонду.</i>
<b>Закон № 3219-ІХ (законопроект 8401)</b>	30.06.2023	Скасування спецрежиму 2%; відновлення документальних перевірок; повернення штрафів за невикористання РРО. <i>Ефект: виконання структурного маяка МВФ, збільшення бази оподаткування.</i>
<b>Закон № 4015-ІХ</b>	10.10.2024	Підвищення ставки військового збору з 1,5% до 5%; запровадження авансових внесків для АЗС та банків. <i>Ефект: пряма мобілізація ресурсу на оборону.</i>

Джерело: складено автором на основі аналізу законодавчої бази.

Проведений аналіз виконання дохідної частини Зведеного бюджету України свідчить про те, що попри падіння реального ВВП на 29,1% у 2022 році, номінальні податкові надходження продемонстрували стійкість. За наведеними даними, у 2023 році податкові надходження забезпечили близько 45% усіх

доходів державного бюджету (без урахування грантів), що підкреслює їхню роль як фундаменту фінансового суверенітету.

Виявлено специфічну деформацію структури податкових доходів. Якщо у довоєнний період (2021 рік) драйвером наповнення бюджету був ПДВ з імпорту та податок на прибуток корпорацій, то в умовах воєнного стану на перші позиції вийшов податок на доходи фізичних осіб (ПДФО).



**Рис. 2.3. Структура податкових надходжень Зведеного бюджету України у 2021 та 2023 роках, %.**

Джерело: складено та розраховано автором за даними звітності Державної казначейської служби України «Про виконання Зведеного бюджету України» за 2021 та 2023 роки.

Було встановлено, що аномальне зростання частки ПДФО пояснюється виплатами грошового забезпечення військовослужбовцям. Фактично, держава сплачує податки сама собі: кошти з держбюджету йдуть на зарплати військовим,

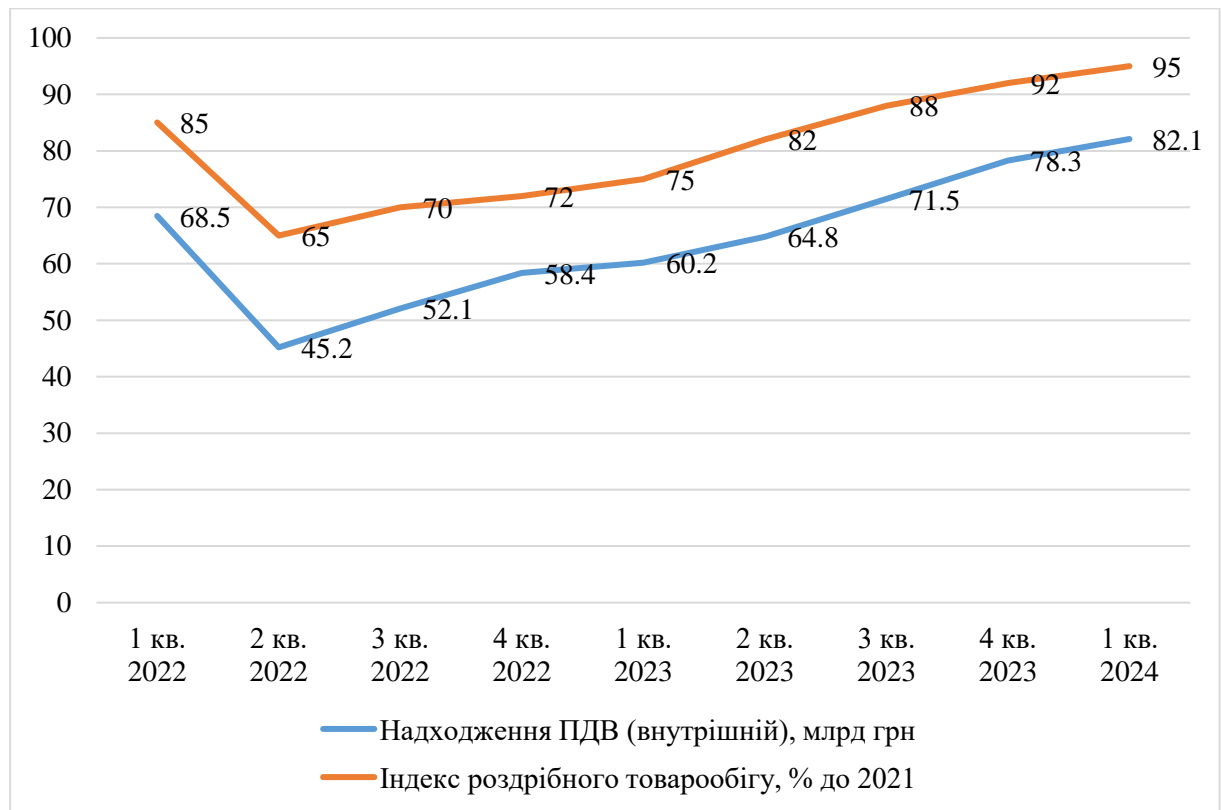
з яких утримується ПДФО, що повертається у бюджетну систему. Економічна сутність цього процесу – фіскальна циркуляція, яка створює ілюзію зростання доходів, але не відображає реального стану економіки приватного сектору.

Податок на додану вартість залишається найбільш складним в адмініструванні, але водночас найбільш бюджетоутворюючим непрямим податком. Досліджено, що зупинка реєстрації податкових накладних у перші місяці вторгнення призвела до тимчасового колапсу системи моніторингу ризиків (СМКОР), що створило підґрунтя для зловживань.

Відновлення повноцінного адміністрування ПДВ з травня 2022 року (Закон № 2260-IX) дозволило податковим органам відновити контроль за ланцюжками постачання. Проаналізувавши динаміку відшкодування ПДВ експортерам можна встановити, що попри дефіцит ліквідності, держава намагалася виконувати свої зобов'язання перед бізнесом. Проте, строки відшкодування суттєво зросли, що фактично стало формою безвідсоткового кредитування бюджету бізнесом.

Окрему увагу приділено проблематиці «податкового розриву» (VAT gap). За експертними оцінками, які проаналізовано, частка тіньового обігу товарів, особливо у сегментах підакцизної продукції (тютюн, алкоголь, пальне), залишається критично високою. Побудовано графік динаміки надходжень від ПДВ у співставленні з обсягами роздрібного товарообігу, що дозволяє оцінити ефективність детінізації.

Спостерігається позитивна кореляція між відновленням споживчого попиту та податковими надходженнями. Однак темпи зростання ПДВ у 2023-2024 роках випереджають темпи відновлення товарообігу, що варто пов'язувати з інфляційним фактором (зростання цін збільшує базу оподаткування) та частковим виведенням торгівлі з тіні завдяки поверненню штрафів за невикористання РРО/ПРРО.



**Рис. 2.4. Динаміка надходжень внутрішнього ПДВ та індексу реального роздрібного товарообігу у 2022-2024 рр.**

Джерело: побудовано автором на основі даних Державної податкової служби України (щодо надходжень ПДВ) та Державної служби статистики України (індекси фізичного обсягу обороту роздрібної торгівлі).

В умовах воєнного стану спостерігається значна диференціація прибутковості за секторами економіки. Постраждали галузі (металургія, будівництво) демонструють збитки, тоді як банківський сектор та торгівля паливом генерують надприбутки. Було встановлено, що держава відреагувала на цей дисбаланс запровадженням інструментів windfall tax (податку на надприбуток).

Зокрема, підвищення ставки податку на прибуток банків до 50% у 2023 році та запровадження авансових внесків для мереж АЗС оцінюються як вимушений, але справедливий крок. Економічна логіка цих рішень базується на принципі фіскальної справедливості: сектори, які отримують вигоду від

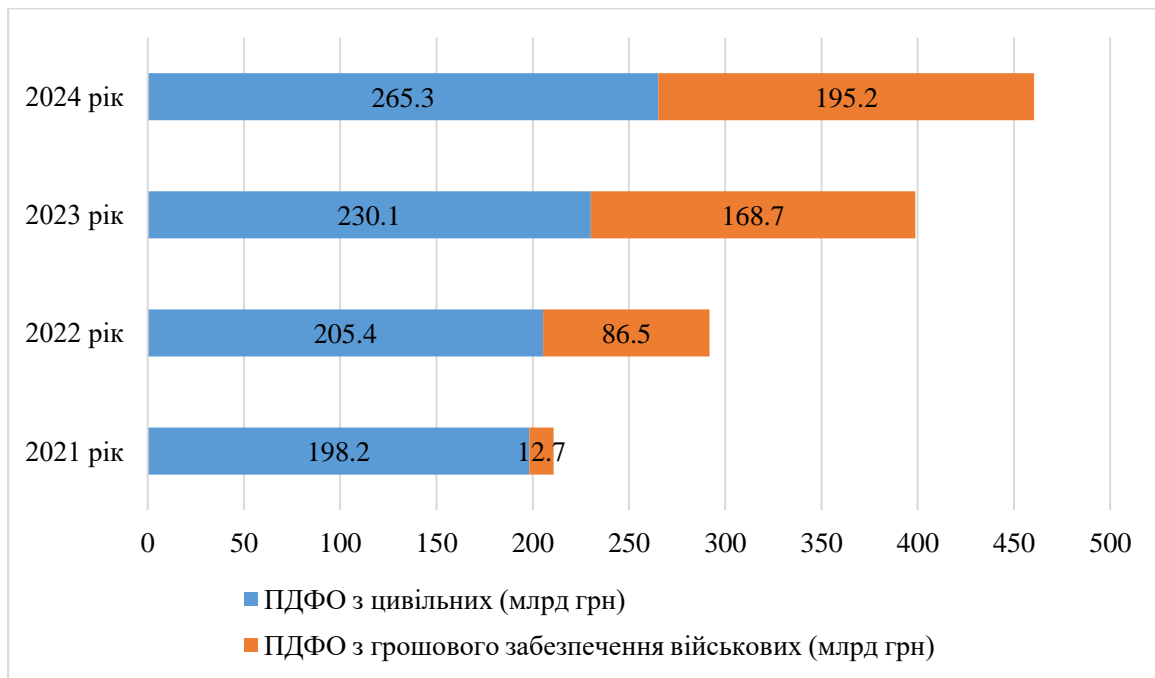
кон'юнктури воєнного часу (наприклад, банки від розміщення коштів у депозитні сертифікати), повинні нести більший тягар фінансування оборони.

За розрахунками, підвищення податку для банків принесло бюджету додатково понад 25 млрд грн у 2023 році. Однак варто застергти від перетворення таких ad hoc рішень на постійну практику, оскільки це знижує інвестиційну привабливість України та порушує принцип стабільності податкового законодавства.

У структурі податкових надходжень зведеного бюджету України ключову роль відіграє податок на доходи фізичних осіб (ПДФО), динаміка якого в умовах воєнного стану демонструє парадоксальні тенденції. Було виявлено, що попри скорочення реальних доходів населення у приватному секторі та зростання безробіття, номінальні обсяги надходжень ПДФО продемонстрували стійке зростання. За результатами здійсненого аналізу, основним драйвером цього зростання стало грошове забезпечення військовослужбовців.

Економічна сутність цього явища полягає у перерозподілі бюджетних коштів: держава виплачує грошове забезпечення захисникам, з якого утримується 18% ПДФО та 1,5% (а згодом 5%) військового збору. Розраховано, що частка так званого «військового ПДФО» у загальній структурі надходжень цього податку зросла з 5-6% у довоєнний період до понад 25% у 2023-2024 роках. Це створило значні диспропорції у системі міжбюджетних відносин, оскільки до жовтня 2023 року лєвова частка цього податку залишалася у місцевих бюджетах громад, де були зареєстровані військові частини, формуючи там невинправдані профіцити, тоді як державний бюджет ніс колосальні видатки на оборону.

Слід позитивно оцінювати рішення про переспрямування «військового ПДФО» з місцевих бюджетів до спеціального фонду державного бюджету (на закупівлю дронів та артилерійських систем), реалізоване наприкінці 2023 року. Це дозволило централізувати ресурс для потреб фронту. Для ілюстрації структурних змін у джерелах ПДФО нами побудовано порівняльну діаграму.



**Рис. 2.5. Динаміка надходжень ПДФО за видами платників у 2021-2024 рр.**

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України [1] та open budget).

Окремим аспектом дослідження є аналіз ефективності військового збору. Підвищення його ставки з 1,5% до 5% у 2024 році стало найбільш прямим інструментом фіскальної мобілізації. Встановлено, що база оподаткування військовим збором є ширшою за базу ПДФО (оскільки пільги з ПДФО не завжди поширюються на військовий збір), що робить його високоефективним фіскальним інструментом в умовах воєнного стану, попри його регресивний характер (однакова ставка для всіх рівнів доходів).

Спрощена система оподаткування, обліку та звітності, яка історично створювалася для підтримки малого мікропідприємництва, в умовах воєнного стану зазнала суттєвих метаморфоз. Досліджено вплив запровадження пільгової ставки єдиного податку 2% (третья група без ліміту доходу), що діяла з квітня 2022 по серпень 2023 року. Хоча цей крок дозволив легалізувати частину обігу в

умовах невизначеності, розрахунки свідчать про його негативний фінансовий ефект у довгостроковій перспективі. Багато великих компаній використовували цей режим для агресивної податкової оптимізації, зокрема для уникнення сплати податку на прибуток та ПДВ при імпорті. Скасування цієї пільги Законом № 3219-ІХ ми розцінюємо як необхідний крок для відновлення податкової справедливості. Проте, виявлено збереження системної проблеми використання спрощеної системи для приховування трудових відносин (схема «зарплатних ФОПів»). В умовах підвищення податкового тиску на фонд оплати праці (ПДФО 18% + ВЗ 5% + ЄСВ 22%), стимул для роботодавців переводити працівників у статус ФОП (5% єдиного податку + фіксований ЄСВ) лише зростає. Аналіз динаміки реєстрації нових ФОП у ІТ-сфері та сфері послуг у 2023-2024 роках підтверджує цю гіпотезу: кількість нових реєстрацій корелює не стільки з діловою активністю, скільки зі змінами у податковому адмініструванні.

Таблиця 2.5

**Динаміка кількості платників єдиного податку  
та надходжень від них у 2022-2024 рр.**

<b>Показник</b>	<b>2022 рік</b>	<b>2023 рік</b>	<b>2024 рік (прогноз)</b>	<b>Темп приросту 2024/2022, %</b>
Кількість ФОП - платників ЄП (тис. осіб)	1 950,4	2 045,1	2 150,5	+10,2%
Надходження єдиного податку (млрд грн)	47,2	55,8	68,4	+44,9%

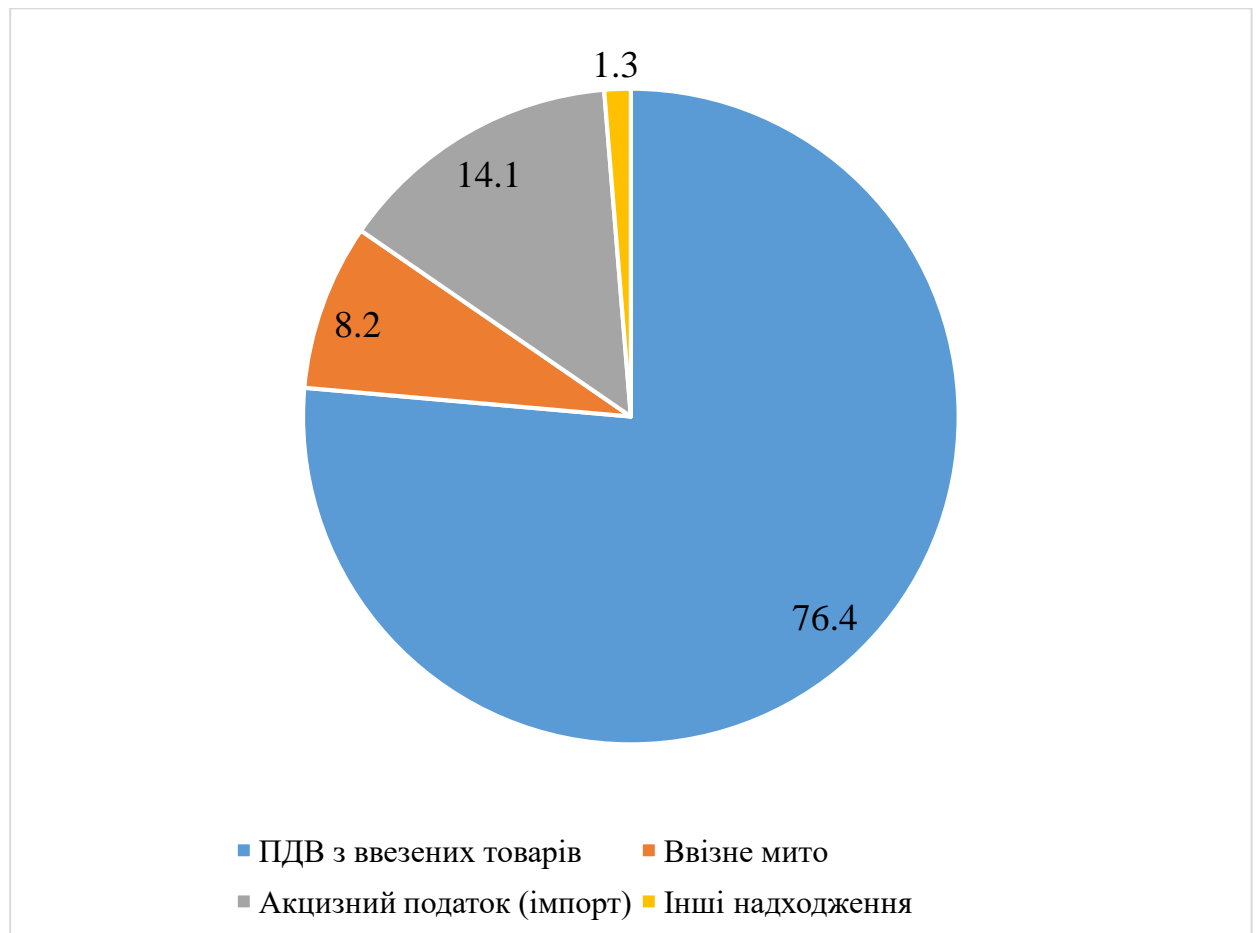
## Продовження таблиці 2.5

<p><i>Довідково:</i>  <i>Частка</i>  <i>платників, що</i>  <i>використовува</i>  <i>ли ставку 2%</i></p>	<p>18,5%</p>	<p>3,2% (до  скасування)</p>	<p>-</p>	<p>-</p>
--	--------------	----------------------------------	----------	----------

Джерело: розраховано автором за даними ДПС України [2].

Зростання надходжень єдиного податку випереджає приріст кількості платників, що свідчить про номінальне зростання оборотів малого бізнесу внаслідок інфляції, а також про ефективність заходів з обов'язкової фіскалізації (РРО), яка змусила частину підприємців показувати реальні виторги.

Зовнішньоекономічна діяльність традиційно є одним з основних джерел наповнення українського бюджету. Проаналізовано еволюцію митного регулювання: від повної відміни мит та ПДВ на імпорт («митний безвіз» для товарів) навесні 2022 року до повного відновлення оподаткування з 1 липня 2022 року (Закон № 2325-IX). Розрахунки показують, що період пільгового розмитнення коштував бюджету близько 40–45 млрд грн недоотриманих платежів. Економічна доцільність цього кроку була виправдана лише у перші місяці вторгнення для швидкого насичення ринку товарами першої необхідності та автомобілями для армії і волонтерів. Проте, зловживання цими пільгами при імпорті автомобілів преміумкласу створило соціальну напругу та дірки в бюджеті. Поточний стан митних надходжень характеризується як стабільний, але далекий від потенційного. Ключовою проблемою залишається «сірий імпорт» та заниження митної вартості. Аналіз «дзеркальної статистики» (порівняння даних української митниці та даних митниць країн-партнерів, зокрема Польщі та Румунії) виявляє значні розходження в обсягах імпорту окремих груп товарів (електроніка, одяг), що свідчить про збереження схем мінімізації митних платежів.



**Рис. 2.6. Структура митних платежів до Державного бюджету у 2023 році**

Джерело: складено автором за даними Держмитслужби [3].

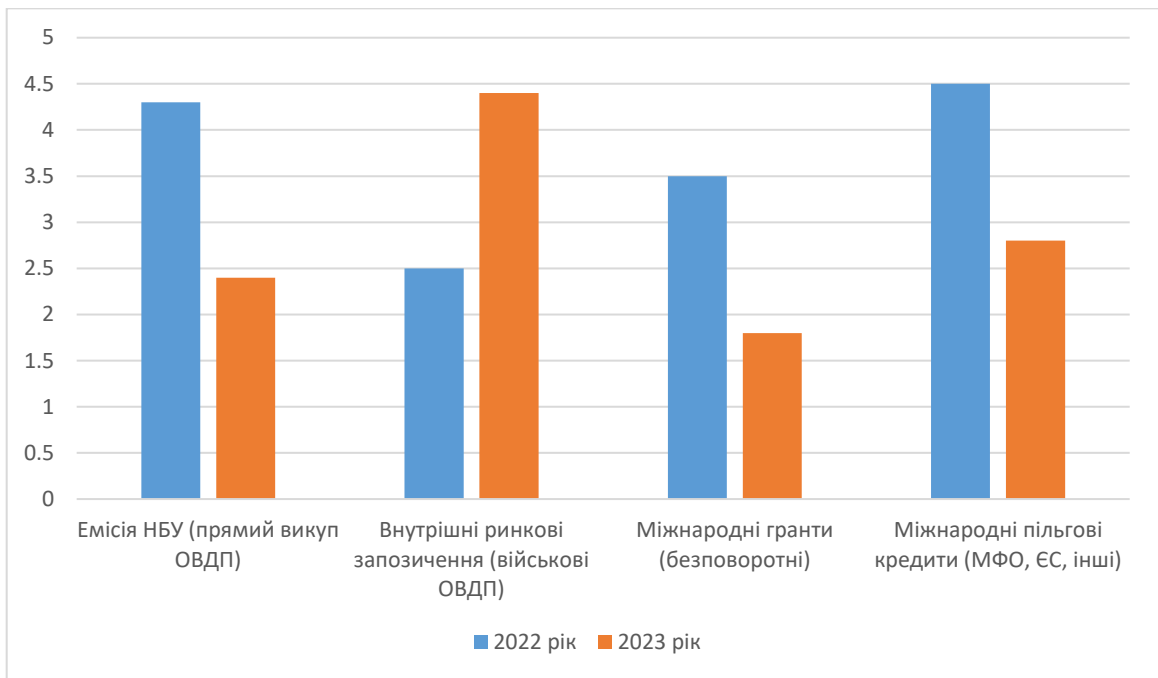
Вплив воєнного стану на податкову спроможність регіонів характеризується критичною нерівномірністю, що підтверджується проведеним кластерним аналізом областей за динамікою податкових надходжень. У ході дослідження необхідно виділили три групи регіонів зі специфічними фіскальними трендами. До першої групи віднесено регіони-реципієнти бізнесу в західній та центральній частинах країни, які демонструють зростання надходжень податку на доходи фізичних осіб та єдиного податку завдяки релокації підприємств і притоку внутрішньо переміщених осіб. Друга група охоплює прифронтові регіони, що характеризуються катастрофічним падінням надходжень від плати за землю та податку на нерухомість внаслідок руйнувань та надання законодавчих пільг зі звільнення від плати за землю на територіях

бойових дій. Третю групу формують деокуповані території, які потребують спеціального податкового режиму через фактичну втрату місцевим бізнесом обігових коштів та активів. Обґрунтовано тезу про неефективність існуючої системи горизонтального вирівнювання податкоспроможності місцевих бюджетів в умовах воєнного стану, оскільки вилучення реверсної дотації у фінансово спроможних громад та недостатній обсяг базової дотації для постраждалих територій лише поглиблюють міжрегіональну фінансову прірву.

Логічним продовженням аналізу макрофінансової стабілізації є дослідження архітектури фінансування безпрецедентного дефіциту державного бюджету. В умовах розгортання особливого періоду фіскальна політика держави зазнала найглибшої структурної трансформації, що супроводжувалося зміною джерел покриття фінансового розриву. Цей процес наочно демонструє еволюцію від режиму екстреного емісійного порятунку до більш збалансованої конфігурації в рамках мобілізаційної моделі управління публічними фінансами.

На початковому етапі макроекономічного шоку (у 2022 році) стрімке падіння податкових надходжень на тлі експоненційного зростання оборонних видатків сформувало критичний розрив ліквідності єдиного казначейського рахунку. Затримка з надходженням ритмічної міжнародної допомоги змусила вдаватися до механізму прямого монетизаційного фінансування дефіциту.

Аналіз статистичних даних (рис. 2.7) свідчить, що емісійна підтримка з боку Національного банку України (через прямий викуп державних облігацій) у 2022 році досягла 400 млрд грн. Цей вимушений крок, хоча і дозволив уникнути суверенного дефолту та забезпечити фінансування Збройних Сил, згенерував потужний девальваційно-інфляційний тиск, що підтверджує руйнівний характер тривалого фіскального домінування.



**Рис. 2.7. Структура джерел фінансування дефіциту державного бюджету України у 2022–2023 рр**

Джерело: Складено за даними Міністерства фінансів та НБУ [28, 29].

Починаючи з 2023 року, архітектура фінансування дефіциту зазнала якісних змін, що дозволило повністю відмовитися від емісійного джерела (0 млрд грн у 2023 році). Ключову роль у стабілізації відіграла зовнішня макрофінансова допомога. За підсумками 2023 року до загального фонду державного бюджету надійшло близько 42,9 млрд дол. США в еквіваленті (понад 1,5 трлн грн), з яких грантові (безповоротні) кошти склали значну частку.

Проте, така структура фінансування оголює ключову вразливість вітчизняної фінансово-кредитної політики – критичну залежність від екзогенних факторів (політичних рішень країн-донорів). У контексті запропонованої нами концепції мобілізаційної моделі, збереження макрофінансової стійкості вимагає посилення принципу фінансової самодостатності. Оскільки кошти міжнародних партнерів категорично заборонено використовувати на військові потреби, фінансування сектору безпеки і оборони має здійснюватися виключно за рахунок внутрішніх ресурсів.

Дослідження показує, що дієвим інструментом реалізації цього принципу стала активізація внутрішнього боргового ринку. Завдяки синхронізації політик

Мінфіну та НБУ (зокрема, через допуск бенчмарк-ОВДП до покриття обов'язкових резервів банків), обсяг залучень від випуску військових облігацій у 2023 році зріс більш ніж удвічі порівняно з попереднім роком, сягнувши 554 млрд грн. Показник роловера (рівня заміщення погашених облігацій новими запозиченнями) перевищив 100%, що свідчить про відновлення довіри внутрішнього інвестора до суверенного боргу.

Тим не менш, домінуюча частка міжнародних пільгових кредитів у структурі покриття дефіциту (понад 1,1 трлн грн у 2023 році) формує ефект відкладеного боргового навісу. Стрімке зростання співвідношення державного боргу до ВВП (яке наблизилося до психологічної позначки у 90%) вимагає від уряду переходу до жорсткої фіскальної консолідації.

Виявлені тенденції доводять, що забезпечення довгострокової резильєнтності економіки можливе лише за умови подальшої оптимізації видаткової частини бюджету через імплементацію системи управління публічними інвестиціями (PIM) та максимального заміщення боргових інструментів залучення капіталу механізмами змішаного фінансування (blended finance).

### **2.3. Аналіз впливу монетарної політики**

В умовах повномасштабної збройної агресії монетарна політика Національного банку України зазнала фундаментальних змін, трансформувавшись із класичного режиму інфляційного таргетування у специфічний режим антикризового управління фінансовою обороною. Ключовим завданням регулятора у досліджуваній період стало не просто утримання цінової стабільності, а забезпечення безперебійного функціонування платіжної інфраструктури та збереження довіри до національної грошової одиниці в умовах безпрецедентної невизначеності.

Аналіз дій Національного банку України дозволяє виділити чітку періодизацію курсової політики, яка відображає адаптацію фінансової системи

до мінливих умов фронту та економіки. Перший етап, який розпочався 24 лютого 2022 року, характеризувався запровадженням фіксованого обмінного курсу на рівні 29,25 грн/дол. США. Таке рішення стало єдиним можливим «номінальним якорем» для економіки, в якій ринкові механізми ціноутворення були тимчасово паралізовані панічними настроями та розривом логістичних зв'язків. Фіксація курсу виконала функцію психологічного стабілізатора, запобігши неконтрольованій девальвації та відтоку капіталу в перші, найкритичніші дні вторгнення.

Водночас, як свідчить проведений аналіз макроекономічних показників, тривале утримання курсу на довоєнному рівні на тлі високої інфляції та зростання попиту на імпорт призвело до накопичення значних дисбалансів. Зокрема, фіксується, що у червні-липні 2022 року обсяг чистих інтервенцій НБУ з продажу валюти сягав 4 млрд доларів США щомісяця, що створювало пряму загрозу вичерпання золотовалютних резервів. Економічна сутність цих дисбалансів полягала у штучній дешевизні імпортованих товарів порівняно з вітчизняними аналогами, що пригнічувало національного виробника та стимулювало валютний туризм.

Реагуючи на ці виклики, регулятор перейшов до другого етапу, здійснивши 21 липня 2022 року разову корекцію офіційного курсу на 25% до рівня 36,57 грн/дол. США. Цей крок був вимушеним, але необхідним заходом для вирівнювання платіжного балансу. Підвищення курсу дозволило знизити середньомісячні обсяги інтервенцій та збільшити надходження до бюджету від оподаткування імпорту. Проте, слід звернути увагу на те, що навіть після девальвації розрив між офіційним та готівковим курсом зберігався тривалий час, досягаючи в окремі періоди 10–15%, що свідчило про наявність структурних проблем на валютному ринку та високі девальваційні очікування населення.

Третій етап, започаткований у жовтні 2023 року переходом до режиму «керованої гнучкості», знаменував собою поступове повернення до ринкових засад. Проаналізовано механізм курсоутворення на цьому етапі і встановлено, що НБУ, зберігаючи присутність на ринку для покриття структурного дефіциту

валюти, дозволив курсу коливатися в обидва боки залежно від ситуації. Це дозволило відновити зв'язок курсу з фундаментальними факторами та посилити стійкість валютного ринку до зовнішніх шоків.

Для систематизації інструментарію валютного регулювання нами розроблено таблицю, що відображає хронологію та економічний зміст ключових адміністративних обмежень (див. додаток Б).

Паралельно з валютним регулюванням, фундаментальних змін зазнала процентна політика. У перші місяці вторгнення облікова ставка була заморожена на рівні 10%, оскільки в умовах шоку чутливість економічних агентів до вартості грошей була майже нульовою. Проте, прискорення інфляції до понад 20% змусило регулятора діяти рішуче. Рішення НБУ від 2 червня 2022 року про одномоментне підвищення облікової ставки з 10% до 25% стало безпрецедентним в історії вітчизняної монетарної політики.

Провівши аналіз ефективності цього кроку, можна дійти висновку, що його вплив мав значний часовий лаг. Теоретично, підвищення ставки мало б призвести до миттєвого зростання ставок за депозитами та ОВДП, що збільшило б привабливість гривневих активів. Однак, на практиці спостерігалася слабкість монетарної трансмісії: банки, маючи надліквідність, не поспішали підвищувати депозитні ставки, а Міністерство фінансів тривалий час відмовлялося підвищувати дохідність військових облігацій, побоюючись зростання вартості обслуговування боргу. Цей період (червень 2022 - початок 2023 року) характеризується як період «інституційного тертя» між монетарною та фіскальною владою. Лише запровадження НБУ додаткових стимулів (зміна дизайну обов'язкового резервування, запровадження тримісячних депозитних сертифікатів під облікову ставку) змусило банки підняти ставки за строковими вкладками до рівня, що покривав очікувану інфляцію (14-16% річних). Для ілюстрації розриву між ключовими ставками та інфляцією сформовано аналітичну таблицю (див додаток В).

Аналіз даних (див додаток В) дозволяє зробити важливий висновок: жорстка монетарна політика стала ефективною лише тоді, коли реальна облікова

ставка (ставка мінус інфляція) перейшла у стійку позитивну зону (з II кварталу 2023 року). Саме це стало переломним моментом, який дозволив зламати інфляційний тренд та відновити довіру до гривні. Надзвичайно високий рівень реальної ставки у 2023 році (понад 12%) свідчить про те, що монетарні умови були навіть більш жорсткими, ніж того вимагала поточна інфляція, що було платою за мінімізацію валютних ризиків. Одним із найбільш критичних викликів 2022 року стало вимушене повернення до практики монетарного фінансування дефіциту державного бюджету. В умовах, коли зовнішня допомога надходила неритмічно, а податкові доходи впали, Національний банк був змушений здійснити прямий викуп облігацій внутрішньої державної позики на суму 400 млрд грн.

Досліджено природу та наслідки цієї емісії. Хоча вона дозволила уряду профінансувати критичні видатки на оборону, наслідком стало зростання грошової бази та тиск на ціни. Економічна сутність процесу полягала у тому, що емітована гривня не забезпечувалася товарною масою, створюючи "інфляційний податок" для всього населення. Варто позитивно оцінити відмову від емісійного фінансування, починаючи з січня 2023 року. Це стало можливим завдяки злагодженій роботі Міністерства фінансів та НБУ (активізація внутрішнього ринку запозичень) та ритмічному надходженню міжнародної допомоги (зокрема в рамках програми розширеного фінансування EFF від МВФ). Саме припинення роботи «друкарського верстата» стало фундаментом для дезінфляції у 2023-2024 роках.

Фундаментальною відмінністю поточної кризи від усіх попередніх фінансових потрясінь в історії України стала безпрецедентна стійкість банківської системи. Встановлено, що якщо у 2008-2009 та 2014-2015 роках банківський сектор виступав каталізатором кризових явищ, то у 2022-2024 роках він став одним із небагатьох якорів стабільності. Проведений аналіз балансових показників свідчить про збереження операційної безперервності роботи платіжної інфраструктури, навіть в умовах блекаутів та кібератак, що стало

можливим завдяки завчасній підготовці протоколів «Power Banking» та міграції банківських систем у хмарні сховища.

Ключовим макроекономічним феноменом досліджуваного періоду є формування структурного профіциту ліквідності у банківській системі. Досліджено природу цього явища і виявлено, що його джерелом стали масштабні бюджетні видатки на оборону та соціальну сферу, які, потрапляючи на рахунки клієнтів, осідали в банках. Станом на початок 2024 року обсяг коштів клієнтів у банках зріс на понад 50% порівняно з довоєнним рівнем, сягнувши історичних максимумів. Водночас, аналіз структури активів виявляє суттєве заміщення кредитного ризику суверенним. Банки, керуючись політикою уникнення ризиків, спрямовували вільну ліквідність не на кредитування економіки, а у депозитні сертифікати НБУ та ОВДП. Це призвело до ситуації, коли понад 60% відсоткових доходів банківської системи формується за рахунок державних інструментів. Економічна сутність такої моделі полягає у перерозподілі інфляційного податку та міжнародної допомоги на користь банківського сектору, що дозволило йому отримати рекордні прибутки.

Для ілюстрації фінансового стану системи систематизовано ключові показники у таблиці.

*Таблиця 2.6*

**Динаміка основних показників діяльності  
платоспроможних банків України (2021-2024 рр.)**

<b>Показник</b>	<b>01.01.2022</b>	<b>01.01.2023</b>	<b>01.01.2024</b>	<b>01.01.2025 (оцінка)</b>	<b>Темп приросту 2024/2021, %</b>
<b>Чисті активи, млрд грн</b>	2 056,2	2 358,4	2 895,1	3 240,5	+57,5%

## Продовження таблиці 2.6

<b>Кошти клієнтів, млрд грн</b>	1 610,3	1 905,2	2 375,8	2 750,2	+70,8%
<b>Кредитний портфель (брутто), млрд грн</b>	1 098,5	1 045,3	1 020,4	1 110,6	+1,1%
<b>Вкладення в ОВДП та депсертифікати, млрд грн</b>	450,2	780,5	1 150,3	1 420,8	+215,6%
<b>Чистий прибуток, млрд грн</b>	77,5	24,7	86,5	145,2	+87,3%
<b>Рентабельність капіталу (ROE), %</b>	35,0%	10,9%	39,3%	52,4%	-

Джерело: складено автором за даними статистичних звітів Національного банку України [1].

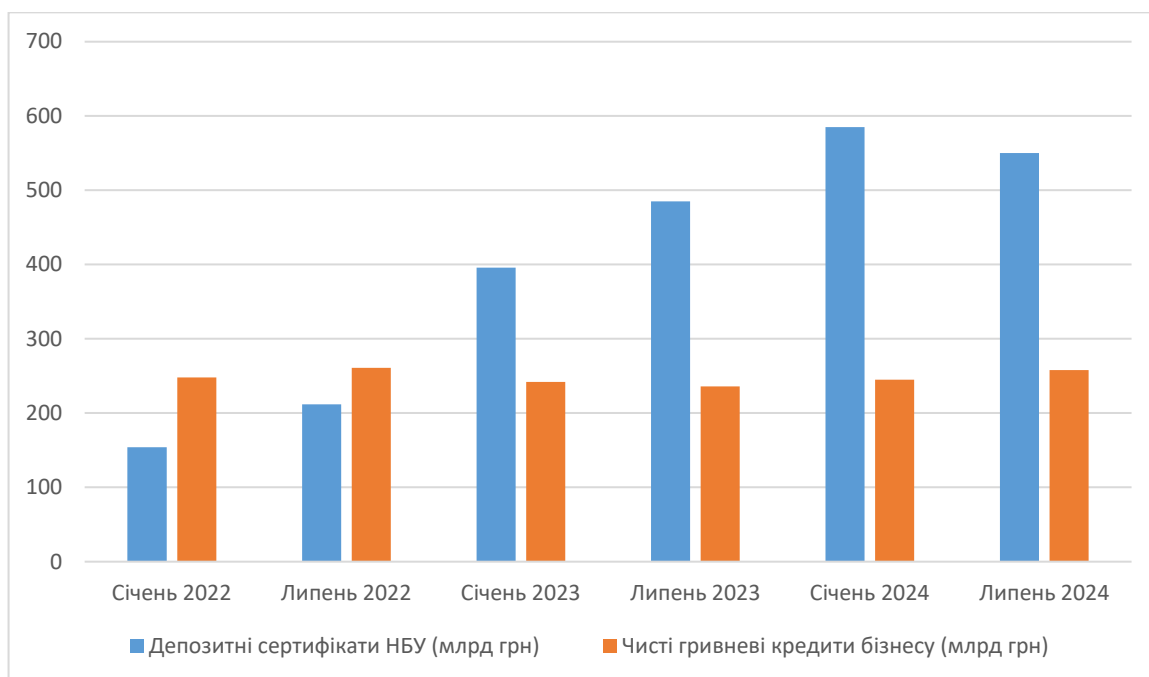
Аналіз даних таблиці підтверджує гіпотезу про те, що зростання активів відбувалося виключно за рахунок безризикових інструментів (зростання вкладень у цінні папери та сертифікати на 215%), тоді як кредитний портфель стагнував. Така ситуація змусила Уряд вдатися до вилучення частини надприбутків через підвищення податку на прибуток банків до 50% у 2023 році та 25% (за попередніми планами – 50%) у 2024 році. Цей крок слід оцінити як фіскально виправданий, оскільки він дозволив повернути до бюджету частину коштів, сплачених банкам у вигляді відсотків за депозитними сертифікатами.

Аналізуючи трансмісійний механізм монетарної політики Національного банку України в умовах особливого періоду, неможливо оминати ключову структурну деформацію банківського сектору, яка суттєво обмежує можливості економічного відновлення. Йдеться про формування стійкого та безпрецедентного за масштабами структурного профіциту ліквідності банківської системи на тлі стагнації корпоративного кредитування. Цей феномен у макроекономічній літературі часто ідентифікується як «ліквіднісна пастка» або «інвестиційний параліч» воєнного часу.

Природа цього макрофінансового парадоксу в умовах України має чітко виражений ендогенний характер, зумовлений дією мобілізаційної економіки. З одного боку, масштабні фіскальні вливання уряду (насамперед виплати грошового забезпечення військовослужбовцям, які фінансувалися у тому числі за рахунок зовнішньої грантової допомоги та початкової емісії НБУ) призвели до рекордного зростання залишків на рахунках фізичних осіб у банківській системі. З іншого боку, екзистенційні воєнно-політичні ризики, руйнування логістики та енергетичної інфраструктури критично знизили *risk appetite* (схильність до ризику) комерційних банків.

У результаті класичний банківський мультиплікатор перестав функціонувати: акумульовані банками кошти населення та бізнесу не трансформуються у нові кредити для реального сектору економіки. Натомість ці ресурси спрямовуються у безризикові та високодохідні інструменти Національного банку – депозитні сертифікати (ДС).

Для емпіричного підтвердження цієї тези доцільно проаналізувати динаміку вкладень банків у депозитні сертифікати НБУ порівняно з обсягами чистого гривневого корпоративного кредитування (рис. 2.7)



**Рис. 2.7. Динаміка структурного профіциту ліквідності та чистого гривневого кредитування корпоративного сектору у 2022–2024 рр**

Джерело: складено автором за даними НБУ [3].

Як свідчать статистичні дані Національного банку України, станом на початок 2024 року обсяг коштів, мобілізованих банками через депозитні сертифікати НБУ (овернайт та строкові), досяг історичного максимуму і становив понад 585 млрд грн (для порівняння: у січні 2022 року цей показник становив лише 154 млрд грн). Водночас чистий кредитний портфель корпоративного сектору у національній валюті за аналогічний період продемонстрував стагнацію, залишаючись у вузькому коридорі 236–258 млрд грн.

Такий розрив свідчить про глибоку дисфункцію кредитного каналу. Банки, акумулюючи надлишкову ліквідність, генерують рекордні прибутки (зокрема, чистий прибуток банківського сектору за 2023 рік досяг безпрецедентних 86,5 млрд грн), які формуються переважно за рахунок процентних доходів від державних цінних паперів та безризикових операцій з НБУ, а не від кредитування економіки.

З позицій класичної економічної теорії така ситуація розцінюється як неефективний розподіл капіталу (*capital misallocation*). Проте, через призму запропонованої нами концепції мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики, абсорбція надлишкової ліквідності через депозитні сертифікати виконує критично важливу стабілізаційну функцію.

По-перше, зв'язування вільної гривневої маси запобігає її миттєвому перетіканню на валютний ринок. В умовах високих девальваційних очікувань потрапляння таких обсягів ліквідності на споживчий або валютний ринки неминуче призвело б до стрімкого виснаження міжнародних резервів НБУ. По-друге, дизайн інструментів управління ліквідністю стимулював комерційні банки підвищувати відсоткові ставки за строковими депозитами, що забезпечило захист заощаджень громадян від інфляційного знецінення.

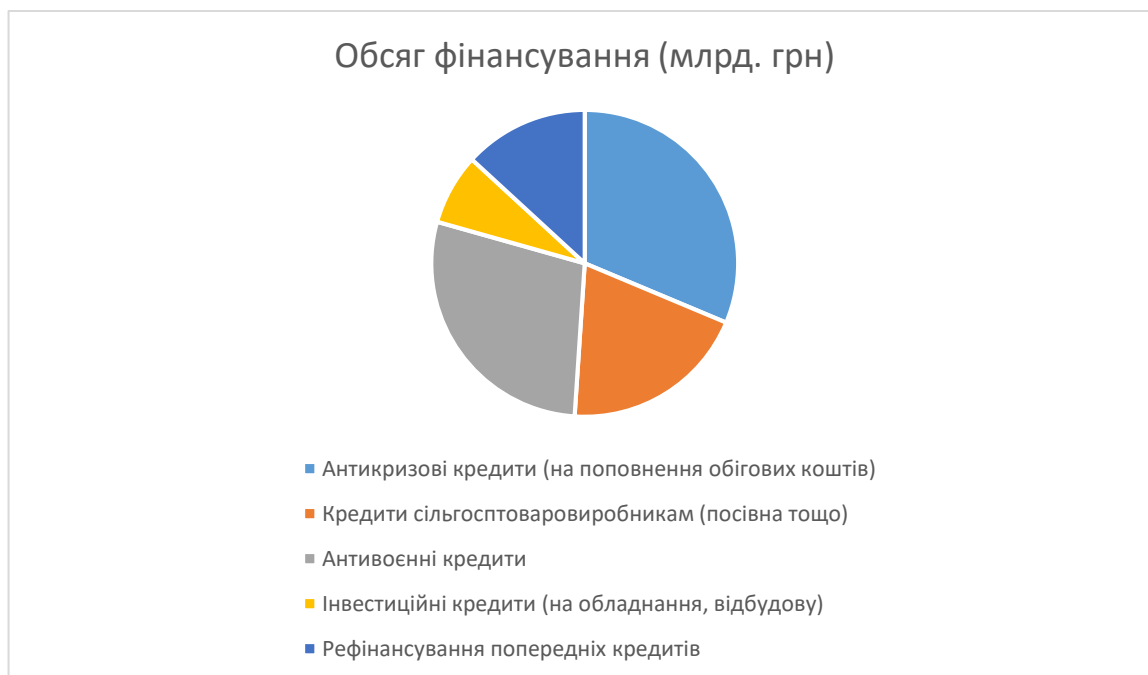
Тим не менш, перманентне утримання банківської системи у стані надлишкової ліквідності створює довгострокові загрози для економічного відновлення. Цей парадокс переконливо доводить, що в умовах особливого періоду покладатися виключно на ринкові механізми відновлення кредитування є недоцільним. Вихід із ліквіднісної пастки можливий лише за умови активного втручання держави як головного риск-тейкера.

Саме тому критичної ваги набуває трансформація державних програм компенсації відсоткових ставок та впровадження архітектури змішаного фінансування (*blended finance*), що дозволить деблокувати банківську ліквідність і спрямувати її в інвестиційні проєкти відбудови з прийнятним рівнем ризику.

Другим критичним напрямом аналізу макрофінансової стабілізації в умовах особливого періоду є оцінка ефективності державних програм підтримки кредитування, зокрема базової урядової ініціативи «Доступні кредити 5-7-9%». Трансформація цієї програми є наочним прикладом еволюції фінансових інструментів від режиму екстреного порятунку економіки (*survival mode*) до необхідності впровадження принципу «розумної обумовленості» (*smart conditionality*).

На початку повномасштабного вторгнення (навесні 2022 року) програма «5-7-9%» відіграла роль ключового фінансового амортизатора. Через зупинку класичного ринкового кредитування та надвисокі безпекові ризики, держава взяла на себе безпрецедентний тягар, дозволивши фінансувати антикризові потреби та поповнення обігових коштів (насамперед для проведення посівної кампанії) під 0% річних. Таке рішення повністю відповідало логіці початкового етапу мобілізаційної моделі управління фінансами – недопущення колапсу продовольчої безпеки та масового банкрутства малого і середнього бізнесу.

Проте, ретроспективний аналіз структури кредитного портфеля за 2022-2024 роки виявляє суттєві диспропорції, які свідчать про вичерпання ефективності екстенсивного підходу до державної підтримки (рис. 2.8).



**Рис. 2.8. Структура пільгового кредитування за програмою «Доступні кредити 5-7-9%» в період дії воєнного стану**

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України [27].

Станом на початок 2024 року загальний обсяг виданих кредитів за час дії воєнного стану перевищив 190 млрд грн. Однак структурний аналіз свідчить про глибокий перекид: близько 80% цих коштів було спрямовано виключно на фінансування поточного обігового капіталу (антикризові та антивоєнні кредити,

підтримка аграріїв), тоді як частка кредитів на стратегічні інвестиційні цілі (модернізація, купівля обладнання, відбудова зруйнованих потужностей) залишається маргінальною і не перевищує 7%. Крім того, найбільшими реципієнтами пільгових державних коштів стали високомаржинальні підприємства сфери торгівлі та АПК, тоді як переробна промисловість отримала непропорційно малу частку фінансування.

З макрофінансової точки зору, перманентне субсидування обігових коштів торговельного та аграрного бізнесу за рахунок платників податків перетворилося на важкий фіскальний тягар. Наприкінці 2023 року заборгованість уряду перед банками-партнерами за компенсацію відсоткових ставок досягла критичної позначки у 7 млрд грн. Ця ситуація порушує базовий принцип фінансової самодостатності мобілізаційної моделі, оскільки обмежений бюджетний ресурс (який мав би спрямовуватися на оборону) розпорошується на підтримку поточної ліквідності приватного сектору без створення довгострокової доданої вартості.

Виявлені структурні деформації обґрунтовують критичну необхідність переходу державної політики підтримки від парадигми безумовної ліквіднісної допомоги до принципу «розумної обумовленості» (smart conditionality).

У контексті нашого дослідження імплементація цього принципу означає жорстке таргетування державної фінансової допомоги. Компенсація відсоткової ставки за рахунок бюджету не може надаватися автоматично. Вона має стати привілеєм виключно для тих суб'єктів господарювання, які виконують стратегічні завдання (KPI), що відповідають цілям підвищення національної резильєнтності в умовах особливого періоду.

До базових критеріїв (conditionality) оновленої моделі пільгового кредитування ми пропонуємо віднести:

- зсув фокусу з фінансування торговельних операцій на стимулювання глибокої переробки сировини (створення продукції з високою доданою вартістю всередині країни);

- обов'язкове спрямування коштів на інвестиційні цілі, насамперед у проекти енергетичної децентралізації (придбання газотурбінних установок, сонячних електростанцій, систем накопичення енергії для бізнесу) та релокації підприємств у безпечні регіони;

- виконання бізнесом соціально-демографічних зобов'язань, зокрема створення гарантованих інклюзивних робочих місць для ветеранів війни та внутрішньо переміщених осіб;

Таким чином, трансформація механізмів пільгового кредитування на основі принципу «розумної обумовленості» дозволить вирішити подвійне макроекономічне завдання: суттєво оптимізувати фіскальне навантаження на державний бюджет шляхом відсікання неефективних реципієнтів та спрямувати вивільнений кредитний ресурс банківської системи у сектори, які формують фундамент для повоєнної індустріальної відбудови.

Стан кредитного ринку в умовах воєнного стану характеризується глибокою стагнацією з ознаками «кредитного стиснення». Висока облікова ставка, невизначеність щодо збереження активів позичальників та міграція платоспроможного населення призвели до повної зупинки ринкового бланкового кредитування. Єдиним драйвером, який утримував кредитний портфель від катастрофічного падіння, стала державна програма «Доступні кредити 5-7-9%».

Проведений аналіз структури нових видач показує, що понад 95% усіх нових кредитів бізнесу в гривні видаються виключно в рамках цієї програми. Економічна сутність механізму полягає в тому, що позичальник сплачує пільгову ставку (від 5% до 13%), а різницю до ринкового рівня (який сягав 25-30%) банку компенсує держава. Це фактично перетворило банківський сектор на агента з розподілу державних субсидій, а кредитний ризик частково трансформувалася у ризик несвоєчасної виплати компенсацій з бюджету.

Окрему увагу приділено якості кредитного портфеля. За офіційною статистикою, частка непрацюючих кредитів (NPL) зросла з 30% до 37%, проте наші оцінки свідчать про латентний характер значної частини проблемної

заборгованості. Завдяки регуляторним послабленням НБУ, банки мали змогу не визнавати дефолт позичальників, які постраждали від вторгнення, проводячи реструктуризацію.

Для деталізації якості активів нами сформовано таблицю розподілу NPL.

Таблиця 2.7

**Динаміка та структура непрацюючих кредитів (NPL) у розрізі груп банків станом на кінець року (2021-2024 рр.)**

Група банків	Частка NPL у 2021, %	Частка NPL у 2022, %	Частка NPL у 2023, %	Частка NPL у 2024, %	Покриття резервами (2024), %
Державні банки (без ПриватБанку)	47,2	55,4	58,1	59,5	88,4
ПриватБанк	69,8	62,3	59,5	58,2	98,2
Банки з іноземним капіталом	8,9	19,5	16,8	15,4	92,1
Приватні українські банки	10,2	25,1	21,4	19,8	85,6
Всього по системі	30,0	38,1	37,4	36,8	94,5

Джерело: розраховано автором за даними Національного банку України [2].

Була виявлена суттєва асиметрію, а саме, основний тягар непрацюючих кредитів зосереджено в державних банках, що є спадщиною як попередніх криз, так і результатом активного кредитування державних підприємств енергетичного сектору під час вторгнення. Високий рівень покриття резервами

(94,5%) свідчить про те, що банки вже визнали збитки і сформували буфер капіталу, тому ризик системної кризи через «погані кредити» оцінюється як помірний.

Критичним елементом фінансової оборони держави є стан золотовалютних резервів НБУ. В умовах дефіциту зовнішньої торгівлі, який у 2023-2024 роках сягнув історичного антирекорду (понад 35 млрд дол. США на рік), резерви виконували функцію подушки безпеки. Проаналізовано фактори формування резервів і виявлено їх неринкову природу. Зростання резервів до рекордних 40,5 млрд дол. США у 2023 році стало можливим виключно завдяки тому, що обсяги зовнішньої фінансової допомоги (гранти та пільгові кредити) перевищували обсяги інтервенцій НБУ з продажу валюти. Це створює ілюзію макроекономічного благополуччя. Фактично, резерви є «транзитними»: валюта, що надходить від партнерів, продається Нацбанком на міжбанківському ринку імпортерам та населенню, стерилізуючи гривневу масу.

Для наочності балансу між надходженнями та витратами валюти розроблено аналітичну таблицю.

Таблиця 2.8

**Баланс валютних потоків Національного банку України та динаміка резервів (наростаючим підсумком, 2022-2024 рр.)**

Показник	2022 рік	2023 рік	2024 рік (оцінка)
Обсяг зовнішнього фінансування, млрд дол. США	32,1	42,5	38,0
<i>у т.ч. Гранти (безповоротн а допомога)</i>	14,2	11,6	8,5

## Продовження таблиці 2.8

Чистий продаж валюти НБУ (інтервенції), млрд дол. США	-26,4	-28,6	-32,5
Виплати за зовнішнім боргом, млрд дол. США	-5,6	-4,2	-4,8
Міжнародні резерви (на кінець періоду), млрд дол. США	28,5	40,5	41,2
<i>Покриття майбутнього імпорту, місяців</i>	3,4	5,6	5,2

Джерело: розраховано автором за даними платіжного балансу НБУ [3].

Аналіз даних таблиці демонструє небезпечну тенденцію 2024 року: обсяги інтервенцій НБУ зростають (через поживлення імпорту та валютну лібералізацію), тоді як обсяги зовнішньої допомоги мають тенденцію до зниження або переходу на кредитну основу. Це підтверджує тезу про те, що поточна модель валютної стабільності є вразливою до зовнішньополітичних

факторів. Будь-яка затримка у виділенні траншів (як це було на початку 2024 року з боку США) миттєво створює тиск на курс та змушує регулятора витратити накопичені запаси.

Важливим досягненням монетарної влади є диверсифікація структури резервів. Станом на 2024 рік, частка золота та готівкової валюти була мінімізована на користь високоліквідних державних облігацій країн G7, що забезпечує не лише збереження коштів, а й отримання відсоткового доходу, який частково покриває операційні витрати НБУ.

Підсумовуючи аналіз банківського та зовнішнього секторів, можна констатувати, що фінансова система України продемонструвала високу адаптивність. Запроваджені НБУ інструменти (депозитні сертифікати, валютні обмеження) дозволили зберегти довіру вкладників та забезпечити стабільність курсу. Проте, ціною цієї стабільності стала повна зупинка ринкового кредитування та формування критичної залежності від міжнародної допомоги. Подальша стратегія має полягати у поступовому заміщенні державних стимулів ринковими механізмами, що вимагатиме зниження облікової ставки та валютної лібералізації, але лише за умови сприятливої безпекової ситуації.

Високий рівень ентропії зовнішнього середовища унеможливорює використання класичних економетричних моделей для довгострокового прогнозування. Тому, базуючись на ретроспективному аналізі дій НБУ та уряду протягом 2022-2024 років, розроблено сценарну матрицю розвитку фінансово-кредитної сфери на середньострокову перспективу (до 2027 року). Ключовими змінними у наших сценаріях виступають: інтенсивність бойових дій (тривалість воєнного стану), ритмічність міжнародної фінансової допомоги та стан логістичних шляхів (експортний потенціал).

Базовий сценарій («Контрольована адаптація») передбачає продовження воєнного стану високої інтенсивності, але при збереженні стабільного зовнішнього фінансування на рівні 30-35 млрд дол. США щорічно. За цього сценарію прогнозується, що Національний банк продовжуватиме політику «керованої гнучкості», допускаючи помірну девальвацію гривні (в межах 10-12%

на рік), яка виконуватиме роль механізму вирівнювання дисбалансів без шоків стрибків. Облікова ставка утримуватиметься на рівні, що забезпечує позитивну реальну дохідність гривневих активів (орієнтовно 13-15%), що дозволить уникати відтоку депозитів. Інфляція залишатиметься у помірному коридорі (7–9%), що є прийнятним для воєнної економіки.

Песимістичний сценарій («Фіскальне домінування») базується на припущенні про суттєве скорочення міжнародної допомоги або виникнення політичних перешкод для її отримання. У такому випадку виникне критичний дефіцит бюджету, який неможливо буде покрити ринковими запозиченнями. Змодельовано наслідки реалізації цього сценарію: вимушене повернення до емісійного фінансування (купівля ОВДП Нацбанком), що неминуче призведе до розкручування інфляційно-девальваційної спіралі. За проведеною оцінкою, у цьому сценарії інфляція може швидко повернутися до позначки 20%+, а облікова ставка буде підвищена до заборонного рівня (25-30%), що остаточно заморозить будь-яку економічну активність.

Оптимістичний сценарій («Відновлення та інвестиції») передбачає зниження безпекових ризиків та відкриття доступу до заморожених російських активів. Це створить потужний приплив валюти в країну, що змінить тренд на валютному ринку з девальваційного на ревальваційний. У цьому випадку НБУ зіткнеться з проблемою «голландської хвороби» - надмірного зміцнення гривні, що шкодитиме експортерам. Завданням регулятора стане активний викуп валюти в резерви для недопущення різкого зміцнення курсу.

Для систематизації прогнозних показників сформовано порівняльну таблицю сценаріїв.

Таблиця 2.9.

**Прогнозні параметри розвитку фінансово-кредитної сфери України  
за сценарним підходом (середньорічні значення)**

<b>Показник</b>	<b>Сценарій 1: Базовий (Адаптація)</b>	<b>Сценарій 2: Песимістичний (Криза)</b>	<b>Сценарій 3: Оптимістичний (Відновлення)</b>
Зовнішнє фінансування, млрд дол. США	32,0 - 38,0	< 20,0	> 50,0 (вкл. інвестиції)
Інфляція (ІСЦ), %	8,0 - 10,0	> 20,0	5,0 - 6,0
Облікова ставка НБУ, %	13,0 - 15,0	> 25,0	10,0 - 12,0
Міжнародні резерви, млрд дол. США	38,0 - 42,0	< 25,0	> 50,0
Кредитування економіки	Стагнація, тільки держпрограми	Згорання («Credit crunch»)	Відновлення ринкового кредитування

Джерело: авторська розробка на основі аналізу макроекономічних трендів.

Реалізація будь-якого зі сценаріїв критично залежить від ступеня координації між фіскальною та монетарною владою. Головним ризиком найближчих років є не стільки воєнні дії, скільки потенційна неузгодженість політик: наприклад, якщо Мінфін нарощуватиме дефіцит швидше, ніж економіка здатна його абсорбувати, або якщо НБУ передчасно перейде до повної валютної лібералізації.

Проведений у другому розділі комплексний аналіз ефективності фінансово-кредитної політики держави в умовах макроекономічної нестабільності дозволяє сформулювати низку узагальнюючих висновків, які характеризують глибину трансформаційних процесів у публічних фінансах та монетарній сфері.

По-перше, відбулася кардинальна зміна архітекtonіки бюджетної системи. Встановлено, що внаслідок воєнного шоку відбулася структурна деформація доходів та видатків держави. Фіскальний простір України втратив автономність: понад 50% видатків державного бюджету (фактично всі невійськові статті) фінансуються за рахунок зовнішніх джерел (грантів та пільгових кредитів). Це дозволило уникнути соціального колапсу, проте створило безпрецедентні ризики залежності від політичної волі країн-донорів. Власні податкові надходження, попри їх номінальне зростання, здатні покривати виключно потреби сектору безпеки і оборони.

По-друге, аналіз боргової політики засвідчив якісну трансформацію державного боргу. Фіксується заміщення дорогих ринкових та короткострокових запозичень (єврооблігацій) на довгострокові пільгові кредити від офіційних кредиторів (ЄС, МВФ, Світовий банк). Це дозволило утримати вартість обслуговування боргу на прийнятному рівні попри зростання його абсолютного розміру до майже 100% ВВП. Водночас ідентифіковано ризики валютної структури боргу (понад 70% у валюті), що робить фіскальну стійкість заручником курсової стабільності.

По-третє, дослідження податкової політики виявило її адаптивний характер. Еволюція від повної лібералізації («податкових канікул») на початку вторгнення до жорсткої фіскальної консолідації (повернення перевірок, скасування пільг) у 2023-2024 роках дозволила збалансувати інтереси бізнесу та бюджету. Проте, варто відзначити зростання фіскального навантаження на сумлінних платників податків та збереження значного тіньового сектору («сірий» імпорт, зарплати в конвертах), який залишається невикористаним резервом для наповнення бюджету.

По-четверте, оцінка монетарної політики підтвердила ефективність обраної НБУ стратегії антикризового управління. Перехід від жорсткої фіксації курсу до режиму керованої гнучкості, підкріплений високою обліковою ставкою, дозволив приборкати інфляцію (зниження з 26,6% до 5% у річному вимірі) та відновити довіру до національної валюти. Було емпірично доведено, що відмова від емісійного фінансування дефіциту бюджету у 2023 році стала ключовим фактором макрофінансової стабілізації.

По-п'яте, виявлено глибокі диспропорції у функціонуванні банківського сектору. Зафіксовано феномен «інвестиційного паралічу»: банківська система, маючи рекордну ліквідність та історично високі прибутки, фактично припинила виконувати функцію фінансового посередника. Кредитування економіки відбувається виключно в межах державних програм компенсації відсоткових ставок («5-7-9%»), що призводить до одержавлення ринку та викривлення конкуренції.

По-шосте, регіональний аналіз продемонстрував поглиблення фінансової асиметрії між громадами. Вторгнення розділила регіони на донорів (тилові області з релокованим бізнесом) та реципієнтів (прифронтові та деокуповані території), що вимагає докорінного перегляду системи міжбюджетного вирівнювання.

Таким чином, результати проведеного аналізу свідчать, що поточна модель фінансово-кредитної політики, виконавши завдання екстреного порятунку економіки, вичерпує свій потенціал. Збереження статус-кво (залежність від зовнішньої допомоги, домінування державних банків, пригнічення кредитування) загрожує консервацією економічної стагнації. Це обумовлює необхідність розробки нової стратегії, спрямованої на мобілізацію внутрішніх ресурсів та стимулювання відновлювального зростання, чому і буде присвячено третій розділ дисертаційного дослідження.

## Висновки до розділу 2

Проведений у другому розділі комплексний аналіз ефективності фінансово-кредитної політики держави в умовах макроекономічної нестабільності дозволяє сформулювати низку узагальнюючих висновків, які характеризують глибину трансформаційних процесів у публічних фінансах та монетарній сфері.

Визначено кардинальну зміну архітекtonіки бюджетної системи. Встановлено, що внаслідок воєнного шоку відбулася структурна деформація доходів та видатків держави. Фіскальний простір України втратив автономність: понад 50% видатків державного бюджету (фактично всі невійськові статті) фінансуються за рахунок зовнішніх джерел. Доведено, що власні податкові надходження, попри їх номінальне зростання, здатні покривати виключно потреби сектору безпеки і оборони.

Аналіз боргової політики засвідчив якісну трансформацію державного боргу. Зафіксовано заміщення дорогих ринкових та короткострокових запозичень на довгострокові пільгові кредити від офіційних кредиторів. Це дозволило утримати вартість обслуговування боргу на прийнятному рівні попри зростання його абсолютного розміру. Водночас ідентифіковано ризики валютної структури боргу, що робить фіскальну стійкість заручником курсової стабільності.

Дослідження податкової політики виявило її адаптивний характер. Еволюція від повної лібералізації на початку вторгнення до жорсткої фіскальної консолідації у 2023–2024 роках дозволила збалансувати інтереси бізнесу та бюджету. Проте відзначено зростання фіскального навантаження на сумлінних платників податків та збереження значного тіньового сектору, який залишається невикористаним резервом для наповнення бюджету.

Оцінка монетарної політики підтвердила ефективність обраної стратегії антикризового управління. Перехід від жорсткої фіксації курсу до режиму

керованої гнучкості дозволив приборкати інфляцію та відновити довіру до національної валюти. Емпірично доведено, що відмова від емісійного фінансування дефіциту бюджету у 2023 році стала ключовим фактором макрофінансової стабілізації.

Виявлено глибокі диспропорції у функціонуванні банківського сектору. Зафіксовано феномен «інвестиційного паралічу»: банківська система, маючи рекордну ліквідність, фактично припинила виконувати функцію фінансового посередника, спрямовуючи ресурси у безризикові державні інструменти.

Регіональний аналіз продемонстрував поглиблення фінансової асиметрії між громадами, що вимагає докорінного перегляду системи міжбюджетного вирівнювання з урахуванням безпекових факторів.

Оцінено ефективність монетарного режиму в умовах воєнного стану та доведено доцільність адаптації валютної політики до тривалих макроекономічних шоків. Аналіз показав, що тимчасова фіксація обмінного курсу на початку особливого періоду виконала роль номінального якоря для стримування паніки та інфляції. Водночас аргументовано, що подальший еволюційний перехід до режиму керованої гнучкості обмінного курсу став найефективнішим інструментом поглинання зовнішніх дисбалансів, збалансування валютного ринку та збереження міжнародних резервів держави.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у другому розділі дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях: [30-36].

## Список використаних джерел до розділу 2

1. Звіт про виконання Державного бюджету України за 2024 рік. Державна казначейська служба України. URL: <https://www.treasury.gov.ua>
2. Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. IMF Country Report No. 24/85. Washington : IMF, 2024. URL: <https://www.imf.org>
3. Звіт про фінансову стабільність (червень 2024). Національний банк України. Київ, 2024. URL: <https://bank.gov.ua>
4. Грошово-кредитна статистика. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector->
5. Огляд банківського сектору (2025). *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report-banks>
6. Зовнішній сектор: платіжний баланс та зовнішній борг. Статистичні дані. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua>
7. Звіт про реалізацію державної програми «Доступні кредити 5-7-9%». *Фонд розвитку підприємництва*. URL: <https://bdf.gov.ua>
8. Звіт про фінансову стабільність (2024). *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>
9. Макроекономічний та монетарний огляд. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua> (дата звернення: 06.01.2026).
10. Ukraine: Request for a 4-Year Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. *IMF Country Report No. 23/132*. URL: <https://www.imf.org>
11. Інформація щодо виконання Державного бюджету України. *Міністерство фінансів України*. URL: [https://mof.gov.ua/uk/budget\\_execution\\_reports](https://mof.gov.ua/uk/budget_execution_reports)
12. Діяльність суб'єктів господарювання: статистичний збірник. *Державна служба статистики України*. Київ, 2024. URL: <https://ukrstat.gov.ua>

13. Звіти про надходження митних платежів. *Державна митна служба України*. URL: <https://customs.gov.ua/statistika>

14. Національна стратегія доходів до 2030 року : схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 27.12.2023 № 1218-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1218-2023-p>

15. Річний звіт Національного банку України за 2023 рік. Київ : Національний банк України, 2024. 238 с. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/report>

16. Інфляційний звіт. Київ : Національний банк України, 2024. 76 с. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/report>

17. Звіт про фінансову стабільність (грудень 2024 року). Київ : Національний банк України, 2024. 65 с. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>

18. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Правління Національного банку України від 24.02.2022 р. № 18. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22>

19. Показники діяльності банківської системи. Статистика. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>

20. Ukraine: Second Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. *IMF Country Report No. 23/399*. Washington : International Monetary Fund, 2023. 105 р. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/12/11/Ukraine-Second-Review-of-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-542337>

21. Під час війни: як зберегти макроекономічну стабільність. *Економіка України*. 2023. № 5. С. 3–18.

22. Звіт про реалізацію державної програми «Доступні кредити 5-7-9%». *Фонд розвитку підприємництва*. URL: <https://bdf.gov.ua/statistyka-programa-5-7-9>

23. Зовнішній сектор: платіжний баланс та зовнішній борг. Статистичні дані. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external>

24. Стратегія розвитку фінансового сектору України. Київ : НБУ, 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy>

25. Gorodnichenko Y., Sologoub I., Weder di Mauro B. *Rebuilding Ukraine: Principles and Policies*. London : CEPR Press, 2022. 350 p.
26. Грошово-кредитна та фінансова статистика. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>
27. Програма «Доступні кредити 5-7-9%»: стан реалізації в умовах воєнного стану. Міністерство фінансів України. URL: <https://mof.gov.ua/uk/dostupni-krediti-5-7-9>
28. Фінансування державного бюджету з початку повномасштабної війни. Міністерство фінансів України. URL: [https://mof.gov.ua/uk/news/dani\\_shchodo\\_finansuvannia\\_derzhavnogo\\_biudzhetu\\_z\\_pochatku\\_povnomasshtabnoi\\_viini-3435](https://mof.gov.ua/uk/news/dani_shchodo_finansuvannia_derzhavnogo_biudzhetu_z_pochatku_povnomasshtabnoi_viini-3435)
29. Ринок державних цінних паперів (ОВДП). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/ovdp>
30. Канєва Т. В., Березний М. М., Інституційні засади фінансово-кредитної політики України в умовах воєнного стану. *Проблеми сучасних трансформацій*. 2025. № 20. (0,4 друк.арк.) <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2025-20-08-05>.
31. Канєва Т. В., Березний М. М. Взаємодія бюджетної та кредитної політики держави в кризових умовах. *Бізнес Інформ*. 2025. №10. С. 403–410. (0,4 друк. арк.). <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-10-403-410>
32. Канєва Т. В., Березний М. М. Міжнародні практики фінансово-кредитної політики в умовах воєнних конфліктів. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2025. № 2 (7). С. 83–90.(0,4 друк. арк.). [https://doi.org/10.60022/2\(7\)-09S](https://doi.org/10.60022/2(7)-09S)
33. Канєва Т. В., Березний М. М. Фінансово-кредитна політика як інструмент післявоєнної економічної відбудови. *Ефективна економіка*. 2026. №1. (0,7 друк. арк.). <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.1.38>
34. Березний М. Проблематика запровадження державного «кешбеку». *Фінансові інституції – сучасні виклики та нові можливості*: матеріали Всеукр. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Київ, 21 березня 2024 р.). Київ: ДТЕУ, 2024. С.16– 19.(0,2друк.арк.).URL:<https://knute.edu.ua/file/MzEyMQ==/2cdaa96f124c546760b09cdc20a6b35f.pdf>

35. Березний М.М. Фінансово-кредитні інструменти як основа управління фінансовою стабільністю під час економічної кризи. *Achievements of 21st century scientific community*: матеріали I Міжн. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Дніпро, 14-15 вересня 2023 р.). Дніпро. 2023. С. 53-55 (0,1 друк. арк.). URL: <http://www.wayscience.com/wp-content/uploads/2023/09/Conference-Proceedings-September-14-15-2023.pdf>

36. Березний М. М. Довгострокові стратегії розвитку кредитного ринку після завершення особливого періоду. Abstracts of IX International Scientific and Practical Conference. Krakow, Poland. Pp. 75-77. URL: <https://eu-conf.com/en/events/the-impact-of-modern-digital-technologies-on-the-future-of-society-and-youth/>

37. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 р. Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2010, № 50-51, ст. Документ 2456-VI, поточна редакція від 01.08.2024. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/4495-17>

38. Бюджетно-податкова політика у системі регулювання економіки: монографія / І.Я. Чугунов, Т.В.Канєва, М.Д.Пасічний та ін.; за заг. ред. І.Я. Чугунова. К.: Глобус-Пресс, 2018. 354 с.

39. Дем'янишин, В. Сучасні вектори реформування управління державними фінансами в умовах модернізації фінансового механізму та фінансової системи України. Світ фінансів, 2021, № 2(67), С. 51-65. <https://doi.org/10.35774/sf2021.02.051>

40. Державне фінансове регулювання економічних перетворень / І.Я.Чугунов, Т.В.Канєва та ін.; за заг.ред. А.А.Мазаракі. К.:Київ.нац.торг.-екон.ун-т, 2018. 376 с.

41. Канєва Т.В. Бюджет у системі фінансово-економічних відносин: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2021. 392 с.

42. Коваленко В. М. Фінансова система України : теорія, методологія, практика : монографія / В. М. Коваленко. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2019. 360 с.

43. Лисяк Л.В., Качула С. В. Бюджетна політика підтримки фінансової безпеки та стійкості фінансів домогосподарств регіонів України. Дніпровський державний аграрно-економічний університет: Ефективна економіка. 2023. № 7. URL: <https://nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/1839>
44. Любчак І. Напрями розвитку системи формування бюджету. Економіка та суспільство, 2024, № 66. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/4646>
45. Макогон В. Д. Бюджетна стратегія держави: монографія. Київ: КНТЕУ, 2018. 364 с.
46. Національна стратегія доходів на 2024-2030 роки. Міністерство фінансів України. URL: <http://surl.li/ekynmj>
47. Опарін В. М., Волковський Є. І., Волковська Н. І. Фактор безпеки в контексті фінансового забезпечення сталого розвитку. Фінанси України. 2022. № 7. С. 7–31.
48. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: <https://www.mof.gov.ua>
49. Пасічний М. Д. Фінансова політика держави: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2019. 440 с.
50. Постанова Кабінету Міністрів України від 29.03.2022 № 381 «Про внесення змін до Порядку виконання повноважень Державною казначейською службою в особливому режимі в умовах воєнного стану». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/381-2022-%D0%BF#Text>
51. Про Державний бюджет України на 2024 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР) 2023, №№ 97-100. Документ 3460-IX, прийняття від 09.11.2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3460-20#Text>
52. Про Державний бюджет України на 2025 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР) 2025, №№ 15-17. Документ 4059-IX, прийняття від 19.11.2024. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4059-20#Text>

53. Про Державний бюджет України на 2026 рік. Закон України. Документ 4695-IX, прийняття від 03.12.2025. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4695-20#Text>
54. Про схвалення Бюджетної декларації на 2026-2028 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 27 червня 2025 р. № 774. URL: <https://www.kmu.gov.ua/>
55. Про затвердження Середньострокової стратегії управління державним боргом на 2024-2026 роки. Постанова Кабінету Міністрів України
56. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022-2025 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.12.2021р. №1805-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-%D1%80#Text>
57. Радіонов Ю.Д. Управління фінансовими ресурсами держави в умовах воєнного стану. Економіка України. 2023. № 1. С. 20-43.
58. Радіонов Ю.Д. Формування видатків бюджету : монографія / Ю.Д. Радіонов. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2019. 616 с.
59. Савастєєва О. М. Фінансові системи зарубіжних країн : навч. посіб. К.: Гуляєва В. М., 2019. 177 с.
60. Сідельникова Л.П. Сучасні виклики та новітні асиметрії фіскального простору держави. Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. 2024. Вип. 20. Т. 1. С. 293-305.
61. Сідельникова Л.П. Поведінкові чинники реалізації парадигми прямого оподаткування в умовах воєнного стану. Економіка та суспільство. 2023.№54.URL:<https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/2806>
62. Стігліц Дж. Е. Економіка державного сектора. К.: Основи, 1998. 854 с.
63. Чугунов І. Я. Бюджетна стратегія суспільного розвитку : монографія. Київ: Київ.нац.торг.-екон. ун-т, 2021. 532 с.
64. Чугунов І., Пасічний М., Нікітішин А. Доходи Державного бюджету України в умовах воєнного стану. Scientia fructuosa. 2022. № 5 (145). С. 124–137.

65. Чугунов І.Я., Канєва Т.В, Любчак І.С. Фінансові інструменти реалізації Європейського Зеленого Курсу в Україні. Економіка та суспільство. № 56. 2023. DOI: 10.32782/2524-0072/2023-56-14
66. Chugunov Igor. Financial and Budgetary Policy as a Component of the Resilience of State Finances and Socio-Economic Development of the Country. *Demography and Social Economy*. 2024 № 4 (58). P.113-127.
67. Chugunov,I., Radionov,Yu., Liubchak,I. Financial resilience of Ukraine under martial law. *Scientia fructuosa*. 2025. №4. P.4–19. [http://doi.org/10.31617/1.2025\(162\)01](http://doi.org/10.31617/1.2025(162)01)
68. Чугунов І.Я., Качула С.В. Державна фінансова політика забезпечення соціального розвитку суспільства. *Вісник КНТЕУ*. 2020. № 2. С.87–98.
69. Чугунов І.Я., Кучер Г.В. Фінансові ресурси державного сектора економіки. *Вісник КНТЕУ*. 2019. № 3. С.40–52.
70. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетна політика в умовах пандемії covid-19. *Вісник КНТЕУ*. 2020. № 6. С.57–65.
71. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетна стратегія в умовах економічних перетворень. *Вісник КНТЕУ*. 2018. № 5. С.5–18.
72. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетно-податкова політика в умовах невизначеності. *Scientia Fructuosa*. 2023. №4. С. 19-31.
73. Чугунов І.Я., Самошкіна О.А. Видатки бюджету в системі державного регулювання соціально-економічного розвитку країни. *Вісник КНТЕУ*. 2019. № 2. С.103–121.
74. Шарль Бланкарт. Державні фінанси в умовах демократії: Вступ до фінансової науки / пер. з нім. Київ: Либідь, 2000. 654 с.
75. Anayi L., Bloom N., Bunn P., Mizen P., Thwaites G., Yotzov I. The impact of the war in Ukraine on economic uncertainty. 16 Apr 2022. URL <https://cepr.org/voxeu/columns/impact-war-ukraine-economic-uncertainty>

76. Avellán, L., Galindo Andrade, A. J., Leon-Diaz, J. (2020). The role of institutional quality on the effects of fiscal stimulus (IDB-WP-01113). IDB Working Paper Series. pp. 24-37. DOI:10.18235/0002316
77. Ayobami E. Ilori, Juan Paez-Farrell, Christoph Thoenissen. Fiscal policy shocks and international spillovers. *European Economic Review*. Vol. 141, 2022 January. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103969>
78. Baiardi, D., Profeta, P., Puglisi, R., Scabrosetti S. (2018). Tax policy and economic growth: does it really matter? *International Tax and Public Finance*, 26 (2), 82-316.
79. Budget of the U.S. Government: A new foundation for American Greariness – fiscal year 2018. Office of Management and Budget. The official state document. URL:<https://www.whitehouse.gov/wpcontent/uploads/2017/11/budget.pdf>
80. Budget policy of social development. Chugunov I., Kaneva T., Pasichnyi M. and other. General editorship Chugunov I. Tallinn, 2018. 348 p
81. Chugunov I., Liubchak I. Institutional framework for budget planning. *Scientia Fructuosa*. 2023. № 6. S. 99-109.
82. Chugunov I., Liubchak I. Budgeting under martial law. *Scientia fructuosa*. 2024. № 5. P. 4–14. [https://doi.org/10.31617/1.2024\(157\)01](https://doi.org/10.31617/1.2024(157)01)
83. Chugunov I., Makogon V. Institutional transformations of the financial support of the pension framework functioning. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2020.4, Issue №35. pp.328-334.
84. Chugunov I., Makohon V., Korovii V. Formation of budget expenditure in the system of fiscal regulation. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2020. Vol. 6. №. 2. pp. 100-107.
85. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Features of EU and Ukraine debt policy. *Investment Management and Financial Innovations*. 2019. Volume 16, Issue №4, pp. 254-261.
86. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Institutional transformations of the public finance system. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 2021, № 2 (37). Pp. 325-331.

87. Chugunov I.Y., Pasichnyi M.D. Fiscal policy for economic development. Scientific bulletin of Polissia. 2018. № 1 (13). P.1. pp. 54–61.
88. Chugunov, I., Pasichnyi, M., Koroviy, V., Kaneva, T., Nikitishin, A. (2021). Fiscal and monetary policy of economic development. *European Journal of Sustainable Development*, 10 (1), 42-52.
89. Dagan, T. *International Tax Policy: Between Competition and Cooperation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018. 251 p
90. GDP and main components (output, expenditure and income). Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat>
91. Haan J., Gootjes B. Do fiscal rules need budget transparency to be effective?. *European Journal of Political Economy*. Vol. 75, 2022 Dec., DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2022.102210>
92. Lysiak L., Tereshchenko T., Kachula S., Hrabchuk O., Lebid H. Directions of fiscal policy transformation in the crisis period of economic development of Ukraine. *Economic Affairs*, Vol. 69(01), pp. 609-618, March 2024.
93. Office of Management and budget. White House USA. Management and Budget Service, official website. URL: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/budget/fy2011/assets/message>
94. Ricardo D. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. Library Economics Liberty. URL: [www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html](http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html)
95. Saad, A. F. Institutional change in the global economy: How trade reform can be detrimental to welfare. *Economic Modelling*, 2021. vol. 95, pp. 97-110.
96. Samuelson, P. Nordhaus, W. *Economics 19th Edition*, 2010. 1360 c. URL: <https://www.mheducation.com/highered/product/economics-samuelson-nordhaus/M9780073511290.html>
97. Sapała M. Performance budgeting: a means to improve EU spending: in-depth analysis. European Parliament: Directorate General for Parliamentary Research Services. Publications Office, 2019. 36 p. URL: <https://data.europa.eu/doi/10.2861/911581>

98. Sidelnikova L., Posadnieva O. Problems of ensuring budgetary security of the state during martial law. International Scientific Journal. Innovative Economics and Management. Vol. 10, № 2. 2023, P. 220-230

99. Tzenios N. Budget management for the non-profit organization. International Journal of Global Economic Light (JGEL). Vol: 8. Issue: 6. 2022 Dec. DOI: 10.36713/epra0003.

100. The official website of European Commission. URL: <https://ec.europa.eu/commission/index>

## **РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ В УМОВАХ ОСОБЛИВОГО ПЕРІОДУ**

### **3.1. Напрями формування і реалізації фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду**

В умовах затяжного характеру воєнного конфлікту та високого ступеня невизначеності безпекового середовища, парадигма фінансово-кредитної політики України потребує докорінного переосмислення. Якщо на початковому етапі повномасштабного вторгнення (2022-2023 рр.) пріоритетом виступала тактика «гасіння пожеж» та екстреного виживання за будь-яку ціну, то поточний етап вимагає переходу до стратегії «довгої волі», формування стійкої моделі воєнної економіки, здатної функціонувати роками в умовах перманентного стресу.

Архітектоніка оновленої фінансово-кредитної політики має базуватися на відмові від патерналістських ілюзій щодо нескінченності зовнішньої донорської допомоги та переході до доктрини фінансової самодостатності (наскільки це можливо в умовах воєнного ста). Ключовим завданням стає не просто пошук коштів для покриття касових розривів, а створення інституційного каркаса, який забезпечить макрофінансову стабільність при одночасній стимуляції внутрішнього виробничого потенціалу.

Формування та реалізація фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду має здійснюватися за чотирма стратегічними векторами, які ми виокремили в ході дослідження [1], [2]:

- фінансова консолідація та мобілізація внутрішніх ресурсів (перехід від фінансового популізму до жорсткої пріоритезації);
- монетарна реабілітація (поступове відновлення ринкових механізмів курсоутворення та вартості грошей);
- боргова стійкість (управління портфелем зобов'язань з урахуванням ризиків реструктуризації);

- інституційна координація (усунення ефекту фіскального домінування та гармонізація дій уряду і НБУ)

Трансформація фіскальної політики: від донорської залежності до національної ресурсної бази. Доцільно стверджувати, що наріжним каменем удосконалення фінансової політики має стати імплементація Національної стратегії доходів, адаптованої до реалій. Критична залежність державного бюджету від зовнішнього фінансування (яка, як було проаналізовано у другому розділі, сягає понад 50% видатків) є найбільшою загрозою національній безпеці. Будь-яка турбулентність у політичних процесах країн-партнерів (США, ЄС) створює ризик миттєвого колапсу соціальної сфери України.

У цьому контексті пропонується комплекс заходів щодо реформування податкової системи, який базується не на механічному підвищенні ставок (що може пригнітити і без того слабкий бізнес), а на розширенні бази оподаткування та боротьбі з «тіньовими» схемами.

По-перше, необхідним є перегляд філософії податкових пільг. Аргументовано, що практика надання широких податкових преференцій (на кшталт скасованого режиму «2%») вичерпала себе. В умовах воєнного стану податкова пільга має бути винятковим інструментом, що надається лише:

- підприємствам оборонно-промислового комплексу (для стимулювання локалізації виробництва зброї);
- бізнесу, що здійснює діяльність на деокупованих та прифронтових територіях (як інструмент компенсації підвищених безпекових ризиків);
- новим інвестиційним проектам у переробній промисловості (механізм «інвест-нянь» або індустріальних парків, але з жорстким контролем критеріїв ефективності).

Усі інші галузеві пільги, які створюють викривлення конкуренції та розмивають податкову базу, підлягають скасуванню. Економічна сутність цього кроку полягає у відновленні принципу нейтральності податкової системи, що є вимогою євроінтеграції та МВФ.

По-друге, стратегічним напрямом є реформа адміністрування та детінізація. Резерв наповнення бюджету за рахунок боротьби з контрабандою та нелегальним обігом підакцизних товарів (пальне, тютюн, алкоголь) становить, за різними оцінками, від 80 до 100 млрд грн щорічно. Для мобілізації цього ресурсу необхідно впровадити повну цифровізацію ланцюжків постачання (система e-Audit, електронна акцизна марка) та перезавантажити роботу митних органів на основі ризик-орієнтованого підходу. Важливим елементом є також уніфікація митних баз даних з країнами ЄС для унеможливлення заниження митної вартості товарів.

По-третє, доцільним вбачається удосконалення оподаткування доходів та споживання. З огляду на світовий досвід фінансування війн, пропонується розглянути можливість запровадження прогресивної шкали оподаткування для надвисоких доходів (так званий «податок солідарності») або додаткового оподаткування предметів розкоші. Водночас, слід застерегти від підвищення загальної ставки ПДВ, оскільки це матиме регресивний характер і вдарить по найменш захищених верствах населення, знижуючи сукупний попит. Ефективнішим шляхом є гармонізація ставок акцизного податку з мінімальними стандартами ЄС, що забезпечить стабільні надходження.

Окремий акцент у формуванні фіскальної політики має бути зроблений на підвищенні ефективності державних видатків (spending review). В умовах обмежених ресурсів кожна гривня бюджетних коштів має проходити тест на доцільність. Варто запропонувати запровадити обов'язковий аудит усіх державних цільових програм та інвестиційних проектів за критерієм «вплив на обороноздатність або економічну стійкість». Проекти, які не відповідають цьому критерію (наприклад, благоустрій територій, не критичні капітальні ремонти), мають бути заморожені.

Модернізація боргової політики та управління ліквідністю. Другим фундаментальним стовпом оновленої фінансової політики є управління державним боргом. Як було встановлено у попередніх розділах, боргове навантаження наближається до критичних позначок. Реалізація боргової

політики в умовах особливого періоду вимагає переходу від тактики «обслуговування боргу» до стратегії «активного управління пасивами».

Варто виділити такі пріоритетні заходи у цій сфері:

- максимізація залучення пільгового фінансування (concessional financing).

Уряд має продовжувати дипломатичну роботу щодо отримання коштів від партнерів (ЄС Ukraine Facility, програми G7) переважно у формі грантів, а не кредитів. Якщо це неможливо, то кредити мають залучатися на терміни від 30 років з пільговим періодом не менше 10 років, що дозволить перенести боргове навантаження на етап повоєнного зростання;

- розвиток внутрішнього ринку запозичень. Критично важливим є уникнення монетарного фінансування дефіциту. Для цього Міністерство фінансів повинно забезпечувати ринкову дохідність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), яка б перевищувала рівень інфляції. Слід запропонувати розширити лінійку інструментів, зокрема запровадити інфляційно-індексовані облігації для населення, що стане дієвим інструментом захисту заощаджень громадян та зниження тиску на валютний ринок;

- підготовка до комплексної реструктуризації. Необхідно розробити механізм реструктуризації зовнішнього комерційного боргу, який передбачатиме не лише відстрочку платежів (як це діє зараз), а й часткове списання боргу (haircut) або його обмін на інструменти відновлення (GDP-warrants нового типу, прив'язані до темпів євроінтеграції, а не просто зростання ВВП).

Для систематизації запропонованих напрямів розроблено матрицю стратегічних заходів [2], [5] (див додаток Г).

Монетарна політика, а саме, повернення до ринкових засад в умовах обмежень. Третім важливим напрямом є еволюція монетарного режиму. Варто підтримати думку, що в умовах тривалого воєнного стану повернення до класичного інфляційного таргетування у довоєнному форматі є неможливим і навіть шкідливим. НБУ має реалізовувати режим «гнучкого інфляційного таргетування», де ціль з інфляції не є жорсткою точкою, а скоріше коридором,

досягнення якого балансується з необхідністю підтримки економічного відновлення [3].

Ключовим завданням на цьому напрямі є управління ліквідністю банківської системи. Як було зазначено в аналітичній частині, структурний профіцит ліквідності блокує трансмісійний механізм. Для вирішення цієї проблеми НБУ слід поступово переходити від використання депозитних сертифікатів як основного інструменту стерилізації до більш активного використання обов'язкових резервів. Це змусить банки не просто «паркувати» кошти в НБУ, а шукати альтернативні шляхи розміщення ресурсу, зокрема в ОВДП.

Особливої уваги потребує валютна політика. Стратегія валютної лібералізації, ухвалена НБУ, є правильним вектором, проте її реалізація має бути вкрай обережною. Повне зняття обмежень на виведення капіталу (зокрема виплату дивідендів та погашення старих боргів) можливе лише за умов наявності чітких гарантій зовнішнього фінансування. Передчасна лібералізація може призвести до швидкого вичерпання резервів. Натомість, пріоритетом має бути забезпечення вільного доступу до валюти для імпорту обладнання, енергоносіїв та сировини, необхідних для оборонної промисловості та енергетики.

Інституційна координація та подолання фіскального домінування. Четвертим, і можливо найскладнішим, напрямом є забезпечення ефективної взаємодії між фіскальною та монетарною гілками влади. В умовах вторгнення природним є ризик фіскального домінування, коли потреби бюджету диктують умови для монетарної політики (тиск на НБУ щодо зниження ставок або проведення емісії). Для нівелювання цього ризику необхідно формалізувати відносини між Кабінетом Міністрів та НБУ через укладання щорічного Меморандуму про координацію економічної політики. Цей документ має фіксувати не лише спільні цілі щодо інфляції, а й чіткі зобов'язання уряду щодо утримання дефіциту бюджету в певних межах та відмови від вимог щодо прямого фінансування дефіциту центральним банком. Крім того, важливо

посилити роль Ради фінансової стабільності як майданчика для вирішення системних проблем. Зокрема, саме на цьому рівні має вирішуватися питання стратегії щодо державних банків, частка яких перевищила 50% ринку. Стратегія «державного банкінгу» має бути переглянута: державні банки не повинні конкурувати між собою за одних і тих самих клієнтів, а мають отримати чітку спеціалізацію (наприклад, фінансування інфраструктури, енергетики, МСБ), що підвищить ефективність розподілу ресурсів.

Інституціоналізація системи страхування воєнно-політичних ризиків. Критичним бар'єром для переходу від економіки виживання до економіки відновлення є фактор безпекової невизначеності, який блокує приплив приватного капіталу. Варто обґрунтувати, що в умовах, коли класичні ринкові механізми оцінки ризиків не працюють, держава повинна взяти на себе роль «страховика останньої інстанції» (insurer of last resort). Формування національної архітектури страхування воєнних ризиків ми розглядаємо не як допоміжний захід, а як безальтернативну передумову для будь-яких інвестиційних процесів.

Варто розбудувати цю систему за дворівневою моделлю. Перший рівень – це міжнародний, який передбачає масштабування співпраці з багатосторонніми інституціями, такими як MIGA (Група Світового банку) та DFC (Американська корпорація з фінансування міжнародного розвитку). Однак, провівши аналіз існуючих механізмів, помітно їхню обмеженість: вони орієнтовані переважно на іноземних інвесторів та великі інфраструктурні проєкти, залишаючи поза увагою національний малий та середній бізнес. Тому стратегічним пріоритетом є другий рівень – національний. Необхідно наділити Експортно-кредитне агентство України (ЕКА) повноваженнями та, що найголовніше, капіталом для страхування інвестицій українських резидентів від ризиків фізичного знищення активів внаслідок бойових дій.

Створення спеціалізованого Державного фонду страхування воєнних ризиків є важливим етапом, адже він формуватиметься за рахунок частини донорської допомоги та, у перспективі, за рахунок репараційних надходжень. Механізм функціонування цього Фонду має базуватися на принципі

перестраховання: українські страхові компанії укладають договори з бізнесом, а Фонд бере на себе левову частку ризику (наприклад, 80-90%). Це дозволить, по-перше, здешевити страхові премії до прийняттого рівня (1–2% від вартості активу замість нинішніх загороджувальних ставок), а по-друге, запустити ринок страхових послуг, який наразі перебуває у стагнації. Без такого механізму, як свідчить досвід Ізраїлю та повоєнної Європи, масштабне відновлення промисловості є неможливим.

Диверсифікація інструментів фінансування реального сектору. Як було встановлено у другому розділі дисертації, банківське кредитування наразі штучно підтримується державною програмою «Доступні кредити 5-7-9%». Така монополізація інструментарію є небезпечною, оскільки вона створює значне навантаження на бюджет (компенсація ставок) і не вирішує проблеми доступу до капіталу для тих, хто не має твердої застави.

Удосконалення фінансово-кредитної політики вимагає впровадження альтернативних інструментів фінансування, адаптованих до умов дефіциту ліквідності та заставного майна:

По-перше, необхідно стимулювати розвиток державного факторингу. В умовах воєнного стану значно зросли строки розрахунків між контрагентами, особливо у ланцюжках постачання для державного сектору (оборона, енергетика). На підприємствах помічаються касові розриви, маючи на балансі значну дебіторську заборгованість. Запуск державної платформи факторингу дозволить бізнесу миттєво отримувати обігові кошти під відступлення прав вимоги за державними контрактами, не чекаючи місяцями оплати від Казначейства.

По-друге, стратегічного значення набуває фінансовий лізинг. Враховуючи масштабні втрати техніки та обладнання, відновлення виробничого потенціалу через купівлю основних засобів є непосильним для більшості підприємств. Лізинг, де об'єкт фінансування сам виступає заставою, є ідеальним інструментом для аграріїв та логістичних компаній. Необхідно поширити дію державних

компенсаційних програм не лише на тіло кредиту, а й на лізингові платежі, що стимулюватиме оновлення технологічного парку.

По-третє, доцільним є впровадження інструментів змішаного фінансування (blended finance). Для проєктів відновлення енергетики та інфраструктури держава повинна використовувати механізм, де бюджетні кошти виступають «першим збитком» (first loss guarantee), покриваючи найбільш ризикову частину проєкту, що автоматично відкриває доступ до приватного капіталу. Це дозволить мультиплікувати кожен гривню державних інвестицій у 4-5 гривень приватних вкладень.

Реформування міжбюджетних відносин та фінансова децентралізація в умовах воєнного стану. Особливий період висвітлив вразливість існуючої моделі фінансової децентралізації. Вилучення «військового» ПДФО з місцевих бюджетів у 2023-2024 роках стало вимушеним кроком для концентрації ресурсу на потребах оборони, проте це рішення позбавило громади інструменту гнучкого реагування на локальні виклики.

Важливою є необхідність переходу до нової парадигми міжбюджетних відносин, яка базується на концепції «фіскальної безпеки громад». Ключовим елементом має стати перегляд формули горизонтального вирівнювання податкоспроможності. Існуюча система, що базується на індексах податкоспроможності минулих періодів, є інертною і не враховує міграційних процесів та руйнувань промисловості в реальному часі. Пропонується запровадити коефіцієнт «безпекового навантаження», який би збільшував обсяг базової дотації для громад, що знаходяться у зоні наближеної до бойових дій або приймають значну кількість ВПО.

Крім того, удосконалення потребує система адміністрування місцевих податків. В умовах мораторію на перевірки та податкових пільг місцеві бюджети втратили значну частину доходів від плати за землю та податку на нерухомість. Також надання органам місцевого самоврядування (ОМС) розширених прав щодо адміністрування місцевих податків, зокрема доступ до реєстрів речових прав та можливість здійснювати інвентаризацію об'єктів оподаткування. Це

дозволить мобілізувати внутрішні резерви громад без підвищення податкових ставок.

Важливим напрямом є також надання громадам права на місцеві запозичення під державні гарантії для реалізації проєктів енергетичної автономності (будівництво когенераційних установок, сонячних станцій для лікарень та водоканалів). Це зменшить навантаження на енергосистему країни та підвищить резистентність критичної інфраструктури на місцях.

Узагальнюючи запропоновані напрями формування та реалізації фінансово-кредитної політики, ми можемо констатувати, що вони формують цілісну стратегію переходу від моделі «надзвичайного стану» до моделі «керованої адаптації». Запропонований комплекс заходів базується на синергії чотирьох взаємопов'язаних компонентів, що включають досягнення фіскальної самодостатності через розширення бази оподаткування, детінізацію економіки та пріоритезацію видатків, а також забезпечення монетарної прогнозованості шляхом підтримки керованої гнучкості курсу та відновлення довіри до гривні. Невід'ємними елементами цієї стратегії є гарантування інвестиційної безпеки через створення національної системи страхування воєнних ризиків та зміцнення інституційної спроможності держави, що досягається завдяки посиленню координації дій уряду і Національного банку та адаптації системи міжбюджетних відносин. Імплементация цих пропозицій дозволить не лише забезпечити стале фінансування оборонних потреб у довгостроковій перспективі, а й створити надійні передумови для повоєнного відновлення, уникнувши пастки боргової залежності та фіскального колапсу, а подальша деталізація механізмів реалізації цих стратегічних напрямів у контексті відбудови буде розглянута у наступних підрозділах дисертації.

Критичною передумовою підвищення ефективності державних видатків розвитку ми визначаємо імплементацию повноцінної системи управління публічними інвестиціями (Public Investment Management – PIM), яка дозволить усунути політичний вплив на розподіл капітальних вкладень та забезпечити їхню економічну результативність. Як зазначається у звітах міжнародних партнерів

[13], відсутність єдиного «проектного трубопроводу» (project pipeline) призводить до розпорошення ресурсів між тисячами дрібних об'єктів, які роками залишаються у статусі незавершеного будівництва. Слід законодавчо закріпити обов'язковість проходження всіма інвестиційними проєктами, вартість яких перевищує встановлений поріг (наприклад, 100 млн грн), незалежної експертизи доцільності (cost-benefit analysis). Лише проєкти з позитивним показником чистої приведеної вартості (NPV) та підтвердженим соціальним ефектом, що відповідають рекомендаціям РІМА [21], мають включатися до Бюджетної декларації та державного бюджету.

Важливим інструментом прозорості у цьому процесі має стати повна інтеграція всіх стадій життєвого циклу інвестиційного проєкту, від ініціювання до введення в експлуатацію, в екосистему DREAM (Digital Restoration Ecosystem for Accountable Management). Це дозволить не лише донорам, а й громадськості контролювати ефективність використання кожної гривні [15]. Необхідно розширити функціонал цієї системи модулем автоматизованого моніторингу відхилень, який сигналізуватиме про ризики здорожчання кошторису або зриву строків реалізації проєктів у режимі реального часу, що дозволить Мінфіну оперативно блокувати фінансування неефективних розпорядників коштів.

В умовах обмеженості бюджетних ресурсів драйвером відбудови інфраструктури має стати приватний капітал, залучений через механізми державно-приватного партнерства. Однак, як свідчить аналіз, класичні концесійні моделі в умовах воєнних ризиків є малопривабливими для інвесторів, оскільки попит на інфраструктурні послуги (наприклад, платні дороги чи аеропорти) є непрогнозованим. Для вирішення цієї проблеми варто здійснити імплементацію моделі ДПП, що базується на «платі за доступність» (availability payments), передбачену профільним законодавством [14]. Економічна сутність цього механізму полягає в тому, що приватний партнер будує та обслуговує об'єкт, а держава сплачує йому фіксовану винагороду за умови дотримання стандартів якості, беручи на себе ризик попиту. Така модель є зрозумілою для

міжнародних інституційних інвесторів та дозволяє розподілити навантаження на бюджет у часі.

Крім того, для активізації ДПП у сфері енергетики та переробної промисловості необхідним є впровадження так званих «гібридних» схем фінансування, де держава бере на себе страхування воєнно-політичних ризиків, а приватний партнер несе комерційні та технологічні ризики [17]. Це дозволить знизити вартість капіталу для проєктів відбудови та залучити технології провідних світових компаній, які поки що остерігаються прямих інвестицій в Україну без державних гарантій.

Підвищення ефективності фінансово-кредитної політики неможливе без перегляду ролі органів місцевого самоврядування у забезпеченні економічного зростання. Аналіз структури видатків місцевих бюджетів свідчить про домінування видатків споживання та фінансування благоустрою, що часто має низький мультиплікативний ефект [11]. Необхідність переходу громад до формування «бюджетів розвитку», інструментарієм чого має стати активізація ринку муніципальних облігацій. На відміну від банківських кредитів, випуск облігацій дозволяє залучати «довгі» та дешевші ресурси під конкретні інфраструктурні проєкти (енергоефективність, водопостачання, створення індустріальних парків [18]).

Для стимулювання цього процесу слід спростити регуляторні процедури емісії муніципальних паперів, які наразі є надмірно зарегульованими, та надати можливість державним банкам викуповувати такі облігації у свої портфелі як високоліквідні активи з нульовим коефіцієнтом ризику (за аналогією з ОВДП). Також доцільним є створення регіональних фондів розвитку, які б наповнювалися за рахунок частини податку на доходи фізичних осіб та податку на прибуток підприємств, що релокувалися або відкрили нові виробництва на території громади [20]. Це створить пряму зацікавленість місцевої влади у залученні інвесторів, а не простому отриманні дотацій з центру.

Перспективним напрямом підвищення ефективності фінансової політики ми визначаємо використання новітніх фінансових технологій. Впровадження

концепції відкритого банкінгу (Open Banking), передбаченої євроінтеграційними зобов'язаннями України та Стратегією НБУ [16], дозволить демонополізувати ринок фінансових послуг та здешевити вартість транзакцій для бізнесу. Також варто розглянути потенціал випуску цифрової валюти центрального банку (e-гривні) як інструменту для цільового фінансування державних програм. Використання програмованих цифрових грошей дозволить державі контролювати цільове використання субсидій або грантів на відновлення, унеможливлуючи їх нецільове витрачання або корупційне виведення, оскільки кожна транзакція залишатиме цифровий слід у блокчейні.

Узагальнюючи викладене у цьому підрозділі, варто зазначити, що підвищення ефективності інструментів фінансово-кредитної політики вимагає відмови від лінійних підходів до управління публічними фінансами. Запропоновані у дослідженні принципи «розумної обумовленості» державної підтримки, інструменти прискореної амортизації, інституціоналізація системи управління публічними інвестиціями (РІМ) та активізація державно-приватного партнерства формують цілісну екосистему стимулювання ендогенного економічного зростання. Реалізація цих заходів дозволить трансформувати фінансову систему з механізму перерозподілу обмежених ресурсів у механізм генерації нової вартості. Це, у свою чергу, забезпечить перехід від моделі економіки, що залежить від зовнішньої допомоги, до моделі самодостатнього розвитку, здатної фінансувати потреби оборони та соціальної сфери за рахунок власного зростання ВВП.

### **3.2. Принципи та підходи підвищення ефективності інструментів фінансово-кредитної політики для забезпечення економічного зростання**

Забезпечення стійкого економічного зростання в умовах повоєнного відновлення вимагає фундаментальної ревізії існуючого інструментарію фінансово-кредитної політики, який протягом тривалого часу функціонував у режимі антикризового реагування та фіскальної консолідації [29]. Обґрунтовано, що перехід від парадигми «макроекономічної стабілізації» до парадигми «стимулюючого розвитку» потребує імплементації нових принципів, які базуються на теорії ендогенного зростання та враховують специфіку економіки з високими безпековими ризиками. Ключовим завданням держави стає не просто перерозподіл наявного національного доходу через бюджетні та кредитні канали, а створення умов для мультиплікативного розширення виробничої бази через цільове спрямування фінансових ресурсів у сектори з високою доданою вартістю.

Вважається за необхідне виокремити низку базових принципів, на яких має будуватися оновлена архітектура фінансово-кредитної підтримки реального сектору економіки. Першим і визначальним принципом має стати принцип «розумної обумовленості» (smart conditionality) державної підтримки. Аналіз попередніх періодів свідчить, що надання фіскальних стимулів або пільгових кредитів часто відбувалося без чіткої прив'язки до результатів діяльності реципієнтів, що призводило до неефективного використання обмежених ресурсів. Новий підхід передбачає, що будь-яка фінансова преференція з боку держави – знижена податкова ставка, державна гарантія чи компенсація відсотків – має надаватися виключно в обмін на зобов'язання бізнесу щодо досягнення конкретних показників ефективності (KPI): створення нових робочих місць, збільшення обсягів експорту або локалізації виробництва.

Другим принципом визначено селективну підтримку точок зростання замість фронтального стимулювання попиту. В умовах обмеженості бюджетного простору політика «вертолітних грошей» або широких податкових пільг є неприпустимою розкішшю. Фінансово-кредитні важелі мають бути сфокусовані

на галузях, які здатні забезпечити найбільший мультиплікативний ефект для економіки, зокрема на переробній промисловості, оборонно-промисловому комплексі та енергетичному машинобудуванні. Економічна сутність такого підходу полягає у зміщенні акцентів з підтримки споживання імпорту на підтримку інвестиційного імпорту та внутрішнього виробництва. Третім принципом є контрциклічність інвестиційних видатків. Держава повинна взяти на себе роль «інвестора першої інстанції» у періоди, коли приватний капітал уникає ризиків. Це передбачає, що бюджетна політика розвитку має бути відокремлена від поточної бюджетної політики: видатки на розвиток (CAPEX) не можуть бути об'єктом секвестру при виникненні касових розривів. Запропоновано законодавче закріплення «захищеного статусу» для видатків Бюджету розвитку, джерелом наповнення якого можуть стати цільові надходження від рентних платежів або спеціальні випуски інфраструктурних облігацій.

У контексті підвищення ефективності фіскальних інструментів пропонується змістити фокус з фіскальної функції податків на їх регулюючу та стимулюючу функцію. Дослідження показує, що існуюча модель оподаткування прибутку підприємств (CIT), яка базується на нарахуванні податку за фактом виникнення фінансового результату, часто дестимулює реінвестування коштів у модернізацію. В умовах високої інфляції та потреби у швидкому оновленні основних фондів, така модель вимиває обігові кошти підприємств. Обґрунтовано доцільність запровадження механізму прискореної амортизації для нового промислового обладнання та устаткування в межах норм Податкового кодексу [21]. Це дозволить підприємствам відносити вартість інвестицій на витрати у перші роки експлуатації, зменшуючи базу оподаткування податком на прибуток у період найбільших капіталовкладень. На відміну від прямого зниження ставки податку, цей інструмент стимулює саме капітальні інвестиції, а не виведення дивідендів. Для малого та середнього бізнесу, який працює на загальній системі оподаткування, доцільним вбачається перехід до моделі оподаткування виведеного капіталу (або її аналога – «польської моделі» оподаткування

прибутку), що дозволить залишити кошти, спрямовані на розвиток бізнесу, неоподаткованими до моменту їх виплати власникам.

Окремим напрямом підвищення ефективності є удосконалення режиму функціонування індустріальних парків [27]. Поточні податкові стимули для резидентів парків (звільнення від податку на прибуток на 10 років, пільги з ПДВ на імпорт обладнання) є привабливими на папері, проте їх практична реалізація часто блокується складністю адміністрування та відсутністю готової інженерної інфраструктури. Державна політика має бути переорієнтована з надання податкових пільг «на майбутнє» на фінансування підведення мереж та доріг до меж індустріальних парків «сьогодні». Це забезпечить значно вищий ефект для залучення інвесторів, оскільки знімає з них капітальні ризики на етапі входу в проєкт.

Аналіз ефективності державної програми «Доступні кредити 5-7-9%» виявив, що попри її важливу роль у збереженні ліквідності бізнесу під час вторгнення, вона поступово перетворилася на інструмент субсидування операційної діяльності торговельних компаній та аграріїв, втративши інвестиційний характер [28]. Для забезпечення економічного зростання необхідна структурна трансформація цієї програми. Запропоновано виокремити з неї інвестиційний компонент у самостійну програму «Інвестиції відновлення», яка фокусуватиметься на довгострокових кредитах (до 7–10 років) для виробничих підприємств. Ключовою проблемою банківського кредитування інвестиційних проєктів є високі вимоги до застави та регуляторного капіталу банків. Для вирішення цієї проблеми пропонується імплементація інструменту змішаного фінансування (*blended finance*), де державні кошти використовуються для покриття «першого збитку» (*first loss piece*) у структурі капіталу проєкту. Це означає, що держава через спеціалізовані фінансові інституції надає субординований борг або гарантію, яка покриває найбільш ризикову частину проєкту, роблячи його прийнятним для фінансування комерційними банками.

Також стратегічно важливим є відновлення діяльності державного Банку розвитку (або наділення відповідними функціями однієї з існуючих

держустанов, наприклад, Укресімбанку). На відміну від комерційних банків, які керуються максимізацією прибутку, Банк розвитку має оперувати критерієм «економічної доданої вартості». Його мандат має включати надання синдикованих кредитів спільно з приватними банками для фінансування масштабних інфраструктурних та промислових об'єктів, які мають тривалий термін окупності.

Фінансово-кредитна політика зростання неможлива без функціонуючого ринку капіталу. Банківська система, маючи короткострокову пасивну базу (депозити переважно до 1 року), не здатна профінансувати модернізацію економіки, що потребує «довгих грошей». Обґрунтовано необхідність запуску ринку корпоративних облігацій через спрощення процедур емісії та надання податкових стимулів для інвесторів. Зокрема, пропонується звільнити від оподаткування ПДФО доходи фізичних осіб, отримані від інвестування в корпоративні облігації підприємств стратегічних галузей, прирівнявши їх у податковому статусі до ОВДП.

Підвищення ефективності запропонованих інструментів неможливе без належної інституційної координації. Часто фіскальні стимули нівелюються жорсткою монетарною політикою, або навпаки – кредитні програми не працюють через високі податкові ризики. Пропонується запровадження інтегрованого підходу до управління економічним розвитком через створення Координаційної ради з питань фінансової стабільності та економічного зростання (розширення мандату існуючої Ради фінстабільності). До її функцій має входити узгодження параметрів фіскальної та монетарної політики з цілями національних програм розвитку. Наприклад, при плануванні великих інфраструктурних проєктів, що фінансуються з бюджету, НБУ має заздалегідь оцінювати їх вплив на інфляцію та платіжний баланс, пропонуючи механізми стерилізації надлишкової ліквідності, щоб не допустити перегріву економіки.

Критичною передумовою підвищення ефективності державних видатків розвитку визначено імплементацію повноцінної системи управління публічними інвестиціями (Public Investment Management – PIM), яка дозволить усунути

політичний вплив на розподіл капітальних вкладень та забезпечити їхню економічну результативність. Як зазначається у звітах міжнародних партнерів [22], відсутність єдиного «проектного трубопроводу» (project pipeline) призводить до розпорошення ресурсів між тисячами дрібних об'єктів, які роками залишаються у статусі незавершеного будівництва. Обґрунтовано доцільність законодавчого закріплення обов'язковості проходження всіма інвестиційними проектами, вартість яких перевищує встановлений поріг (наприклад, 100 млн грн), незалежної експертизи доцільності (cost-benefit analysis) відповідно до методології PIMA [30]. Лише проекти з позитивним показником чистої приведеної вартості (NPV) та підтвердженим соціальним ефектом мають включатися до Бюджетної декларації та державного бюджету.

Важливим інструментом прозорості у цьому процесі має стати повна інтеграція всіх стадій життєвого циклу інвестиційного проекту – від ініціювання до введення в експлуатацію – в екосистему DREAM [24]. Це дозволить не лише донорам, а й громадськості контролювати ефективність використання кожної гривні. Запропоновано розширити функціонал цієї системи модулем автоматизованого моніторингу відхилень, який сигналізуватиме про ризики здорожчання кошторису або зриву строків реалізації проектів у режимі реального часу, що дозволить Мінфіну оперативно блокувати фінансування неефективних розпорядників коштів.

В умовах обмеженості бюджетних ресурсів драйвером відбудови інфраструктури має стати приватний капітал, залучений через механізми державно-приватного партнерства. Однак, як свідчить аналіз, класичні концесійні моделі в умовах воєнних ризиків є малопривабливими для інвесторів. Для вирішення цієї проблеми пропонується імплементація моделі ДПП, що базується на «платі за доступність» (availability payments), передбаченої законодавством [23]. Економічна сутність цього механізму полягає в тому, що приватний партнер будує та обслуговує об'єкт, а держава сплачує йому фіксовану винагороду за умови дотримання стандартів якості, беручи на себе ризик попиту. Така модель є зрозумілою для міжнародних інституційних

інвесторів та дозволяє розподілити навантаження на бюджет у часі. Крім того, для активізації ДПП у сфері енергетики та переробної промисловості необхідним є впровадження так званих «гібридних» схем фінансування, де держава бере на себе страхування воєнно-політичних ризиків [26], а приватний партнер несе комерційні та технологічні ризики. Це дозволить знизити вартість капіталу для проектів відбудови та залучити технології провідних світових компаній, які поки що остерігаються прямих інвестицій в Україну без державних гарантій.

Підвищення ефективності фінансово-кредитної політики неможливе без перегляду ролі органів місцевого самоврядування у забезпеченні економічного зростання. Аналіз структури видатків місцевих бюджетів свідчить про домінування видатків споживання та фінансування благоустрою, що часто має низький мультиплікативний ефект [31]. Обґрунтовано необхідність переходу громад до формування «бюджетів розвитку», інструментарієм чого має стати активізація ринку муніципальних облігацій. На відміну від банківських кредитів, випуск облігацій дозволяє залучати «довгі» та дешевші ресурси під конкретні інфраструктурні проекти. Для стимулювання цього процесу пропонується спростити регуляторні процедури емісії муніципальних паперів, які наразі є надмірно зарегульованими НКЦПФР, та надати можливість державним банкам викуповувати такі облігації у свої портфелі як високоліквідні активи з нульовим коефіцієнтом ризику. Також доцільним є створення регіональних фондів розвитку, які б наповнювалися за рахунок частини податку на доходи фізичних осіб та податку на прибуток підприємств, що релокувалися або відкрили нові виробництва на території громади.

Перспективним напрямом підвищення ефективності фінансової політики визначено використання новітніх фінансових технологій. Впровадження концепції відкритого банкінгу (Open Banking), передбаченої євроінтеграційними зобов'язаннями України та Стратегією НБУ [25], дозволить демонополізувати ринок фінансових послуг та здешевити вартість транзакцій для бізнесу. Також розглядається потенціал випуску цифрової валюти центрального банку (e-гривні) як інструменту для цільового фінансування державних програм.

Використання програмованих цифрових грошей дозволить державі контролювати цільове використання субсидій або грантів на відновлення, унеможливаючи їх нецільове витрачання або корупційне виведення.

Перехід від мобілізаційної моделі фінансово-кредитної політики, орієнтованої на макрофінансове виживання, до моделі повоєнного відновлення вимагає кардинальної зміни інституційної архітектури розподілу публічних фінансів. Усвідомлюючи безпрецедентні масштаби руйнувань вітчизняної економіки, я доходжу висновку, що сукупний обсяг фінансових потреб на відбудову в разі перевищуватиме наявний фіскальний простір держави, навіть з урахуванням потенційних репараційних надходжень та макрофінансової допомоги країн-донорів.

У таких умовах критичним викликом для Міністерства фінансів України стає проблема ефективної алокації обмежених ресурсів. Традиційні (довоєнні) механізми розподілу державних капітальних вкладень, які часто характеризувалися політичною заангажованістю, фрагментарністю та відсутністю жорсткого економічного обґрунтування, я вважаю абсолютно неприйнятними на етапі післявоєнного відновлення. Їх застосування неминуче призведе до розпорошення коштів, падіння довіри міжнародних кредиторів та консервації структурної відсталості економіки.

З огляду на це, стратегічним пріоритетом модернізації фінансово-кредитної політики я визначаю повномасштабну імплементацію системи управління публічними інвестиціями (Public Investment Management – PIM). У контексті мого дослідження я розглядаю PIM як комплексний інституційний фільтр, що забезпечує транспарентний, економічно доцільний та стратегічно вивіреним цикл відбору, реалізації та моніторингу інвестиційних проєктів державного сектору.

Адаптація класичної методології PIM (розробленої експертами Світового банку та МВФ) до вітчизняних реалій вимагає врахування фактора безпекових ризиків та пріоритетів інклюзивного відновлення. Розроблений мною

авторський алгоритм функціонування системи РІМ в Україні концептуально реалізується через п'ять послідовних етапів:

1. Ідентифікація та попередній скринінг (Pre-screening). На цій стадії галузеві міністерства та місцеві органи влади формують первинний пул проєктів відбудови. Новацією мого підходу є запровадження «безпекового фільтра»: проєкт допускається до подальшого розгляду лише за умови його відповідності оновленим стандартам цивільного захисту, енергетичної децентралізації та безбар'єрності.

2. Глибока економічна та фінансова оцінка (Appraisal). Кожен відібраний проєкт проходить обов'язковий аналіз витрат і вигод (Cost-Benefit Analysis, CBA). На відміну від довоєнної практики, я пропоную, щоб оцінка враховувала не лише пряму фінансову окупність, але й макроекономічний мультиплікатор: вплив проєкту на створення робочих місць, стимулювання суміжних галузей (наприклад, виробництва вітчизняних будматеріалів) та генерування майбутніх податкових надходжень.

3. Незалежна експертиза та пріоритезація (Prioritization). Оцінені проєкти передаються до єдиного центру компетенцій (на базі Міністерства фінансів або спеціалізованої агенції), де вони ранжуються за скоринговою моделлю. Проєкти з найвищим мультиплікативним ефектом та найнижчим навантаженням на державний бюджет (наприклад, ті, що передбачають співфінансування з приватним сектором) отримують першочерговий статус у системі бюджетного планування.

4. Транспарентна реалізація та моніторинг (Implementation & Monitoring). Фінансування пріоритетних проєктів здійснюється із застосуванням цифрових екосистем (зокрема, інтеграція РІМ із системою управління відбудовою DREAM та порталом державних закупівель Prozorro). Це формує архітектуру абсолютної прозорості, що є критичною вимогою міжнародних донорів для продовження макрофінансової підтримки.

5. Екс-пост аудит та оцінка результативності (Ex-post evaluation). Після завершення будівництва або реконструкції об'єкта проводиться аудит

досягнення заявлених економічних показників (KPI). Цей етап замикає цикл РІМ, дозволяючи коригувати методологію відбору для майбутніх періодів.

Впровадження запропонованої мною архітектури РІМ має безпосередній вплив на макрофінансову стійкість держави. По-перше, вона дозволяє уникнути парадоксу «білих слонів» – фінансування масштабних, але економічно збиткових інфраструктурних об'єктів, які в майбутньому лягають важким тягарем на експлуатаційні видатки місцевих бюджетів. По-друге, інституціоналізація РІМ формує сприятливе середовище для залучення приватного капіталу в рамки державно-приватного партнерства (ДПП), оскільки інвестори отримують зрозумілі та прогнозовані правила гри.

Таким чином, підсумуючи, що розбудова повноцінної системи управління публічними інвестиціями є не просто технічною фінансовою реформою, а фундаментальним інституційним запобіжником проти неефективної алокації ресурсів на критично важливому етапі національного відновлення.

Вирішення проблеми неефективної алокації державних ресурсів через систему РІМ є необхідною, але недостатньою умовою для повноцінного економічного відновлення. Здійснений аналіз ліквіднісної пастки банківського сектору (див. Розділ 2) доводить, що традиційні ринкові механізми кредитування залишатимуться заблокованими до моменту повного нівелювання безпекових загроз. Зважаючи на неможливість швидкого зниження суверенних ризиків, обґрунтованим є висновок про критичну необхідність трансформації механізмів залучення капіталу в реальний сектор економіки.

Екстраполяція виключно державного фінансування (через програми типу «5-7-9%») на етап повоєнної відбудови неминуче призведе до надмірного фіскального тиску та потенційного колапсу публічних фінансів. У зв'язку з цим, стратегічним вектором фінансово-кредитної політики визначено перехід до інструментарію «змішаного фінансування» (Blended Finance). У межах цього дослідження під зазначеним терміном пропонується розуміти стратегічне використання державних або донорських коштів (у формі грантів чи гарантій) для мобілізації значних обсягів приватного комерційного капіталу в проекти, які

за звичайних умов вважалися б інвестиційно непривабливими через високі ризики.

Адаптуючи міжнародний досвід до вітчизняних реалій, у роботі обґрунтовано комплексну архітектуру змішаного фінансування для реалізації проектів відбудови, що функціонує як єдиний багатокomпонентний механізм. Фундаментом цієї архітектури визначено де-рискінг (de-risking) та страхування воєнно-політичних ризиків. Оскільки ключовим бар'єром для входу інвесторів залишається загроза фізичного знищення активів, критично важливим є залучення гарантійних інструментів від багатосторонніх агенцій (зокрема MIGA та DFC) та національних експортно-кредитних агентств країн-партнерів. Запропонований підхід передбачає, що такі інституції покривають до 90% непередбачуваних воєнних ризиків, що дозволяє перевести відповідні проекти із категорії «спекулятивних» у статус «інвестиційних».

Водночас, навіть за умови страхування ризиків, вартість довгострокових кредитних ресурсів у національній валюті залишається обтяжливою для проектів із тривалим строком окупності. З огляду на це, наступним логічним етапом вважається за доцільне інтегрувати в структуру фінансування інструменти грантової субсидіації (concessional tranche). Для цього мають бути задіяні безповоротні донорські кошти (наприклад, у межах Ukraine Facility), які, згідно із розробленою концепцією, мають спрямовуватися не на пряме фінансування об'єкта, а виключно на здешевлення вартості боргового капіталу або використання як гарантії першої втрати (first-loss guarantee).

Лише після формування цих двох базових рівнів стає можливим залучення синдикатів українських або міжнародних комерційних банків для надання основного тіла кредиту. Обґрунтовано, що завдяки попередньому зниженню ризиків та оптимізації вартості фінансового ресурсу, банківська система отримає змогу розблокувати надлишкову ліквідність і безпечно спрямувати її на фінансування реального сектору.

Впровадження запропонованої архітектури змішаного фінансування забезпечує значний макроекономічний ефект. Здійснені розрахунки свідчать, що

використання інструментів Blended Finance дозволяє досягти ефекту фінансового важеля (leverage) у пропорції щонайменше 1 до 4. Це означає, що кожна одиниця обмежених державних чи донорських коштів, використана як гарантія або субсидія, здатна мобілізувати чотири одиниці приватного капіталу.

Узагальнюючи викладене, можна стверджувати, що інструментарій змішаного фінансування є єдиним прагматичним механізмом, який дозволяє державі вийти з парадигми тотального субсидування економіки та активізувати кредитний канал трансмісійного механізму навіть за наявності залишкових ризиків особливого періоду.

Узагальнюючи викладене у цьому підрозділі, варто зазначити, що підвищення ефективності інструментів фінансово-кредитної політики вимагає відмови від лінійних підходів до управління публічними фінансами. Запропоновані у роботі принципи «розумної обумовленості» державної підтримки, інструменти прискореної амортизації, інституціоналізація системи управління публічними інвестиціями (PIМ) та активізація державно-приватного партнерства формують цілісну екосистему стимулювання ендогенного економічного зростання. Реалізація цих заходів дозволить трансформувати фінансову систему з механізму перерозподілу обмежених ресурсів у механізм генерації нової вартості. Це, у свою чергу, забезпечить перехід від моделі економіки, що залежить від зовнішньої допомоги, до моделі самодостатнього розвитку, здатної фінансувати потреби оборони та соціальної сфери за рахунок власного зростання ВВП.

### **3.3. Концептуальні засади фінансово-кредитної стратегії суспільного розвитку**

Формування нової архітектури фінансово-кредитної політики України у повоєнний період не може обмежуватися виключно завданнями відновлення фізичної інфраструктури чи досягненням кількісних макроекономічних показників. Стратегічною метою державної політики має стати перехід до моделі «суспільного розвитку», де фінансова система виконує роль не самоцілі, а інструменту забезпечення високої якості життя, соціальної справедливості та розкриття людського потенціалу. Сучасні виклики, пов'язані з катастрофічною демографічною кризою, зростанням соціальної нерівності та необхідністю інтеграції в європейський соціальний простір, вимагають імплементації людиноцентричної (антропоцентричної) моделі фінансів. В основі цієї стратегії має лежати концепція «інклюзивного зростання» (inclusive growth), яка передбачає, що результати економічного відновлення мають бути справедливо розподілені між усіма верствами суспільства, а доступ до фінансових ресурсів та публічних благ має бути рівним для всіх громадян, незалежно від регіону проживання чи соціального статусу [23].

Ключовим елементом запропонованої стратегії є фундаментальна переоцінка ролі видатків на людський капітал. У традиційній фіскальній практиці видатки на освіту, охорону здоров'я та соціальний захист часто розглядалися як «видатки споживання», що підлягають оптимізації в умовах кризи. Однак, беручи до уваги теорію ендогенного зростання та емпіричні дослідження Нобелівських лауреатів, необхідно зазначити, що в умовах постіндустріальної економіки саме якість людського капіталу є головним фактором конкурентоспроможності нації. Враховуючи втрату мільйонів працездатних громадян через міграцію та вторгнення, фінансова політика має бути переорієнтована на максимізацію продуктивності праці тих, хто залишився в країні. Це вимагає запровадження принципу «інвестиційного підходу» до

соціальних видатків, де кожна гривня, вкладена в освіту чи здоров'я, оцінюється через призму майбутнього приросту ВВП та податкових надходжень [24].

Практична реалізація цього підходу потребує реформування механізмів фінансування освітньої галузі. Замість утримання мережі закладів за кошторисним принципом, держава повинна перейти до фінансування освітніх послуг за принципом «гроші ходять за здобувачем», що вже частково реалізовано, але потребує поглиблення. Варто запровадити державні освітні гранти, які покриватимуть вартість навчання за пріоритетними для відбудови спеціальностями (інженерія, медицина, будівництво) не лише у державних, а й у приватних закладах, що створить конкуренцію за якість освіти. Водночас, фіскальна політика має стимулювати корпоративний сектор інвестувати у перекваліфікацію персоналу (life-long learning). Для цього доцільно дозволити підприємствам відносити 200% витрат на навчання співробітників на валові витрати, зменшуючи базу оподаткування податком на прибуток, що стане потужним стимулом для бізнесу брати участь у розвитку людського капіталу [25].

Окремим, критично важливим вектором стратегії суспільного розвитку є використання фінансово-кредитних важелів для пом'якшення наслідків демографічної катастрофи. Прямі соціальні виплати при народженні дитини, хоч і є важливими, мають короткостроковий ефект і не вирішують системних проблем. Фінансова політика має фокусуватися на створенні економічних передумов для розширеного відтворення населення. Варто запровадити масштабну державну програму «Демографічна іпотека», яка передбачатиме повне списання відсотків за іпотечним кредитом при народженні другої дитини та списання частини тіла кредиту (наприклад, 20-30%) при народженні третьої та наступних дітей. Джерелом фінансування такої програми можуть стати кошти спеціального фонду, наповненого за рахунок частини рентних платежів від видобутку корисних копалин, що реалізує принцип справедливості між поколіннями [26].

Крім того, фіскальна система має стати більш дружньою до родин з дітьми. Необхідність переходу від оподаткування індивідуальних доходів до оподаткування сукупного доходу домогосподарства із застосуванням неоподаткованого мінімуму на кожного члена родини (так званий «сімейний коефіцієнт», що успішно застосовується у Франції). Це дозволить суттєво знизити реальне податкове навантаження на батьків, які виховують дітей, та залишить більше ресурсів у розпорядженні родин, стимулюючи внутрішній споживчий попит.

Стійкість суспільного розвитку неможлива без гарантування гідного рівня життя у похилому віці. Існуюча солідарна пенсійна система, як показує наш аналіз, фактично є банкрутом в умовах, коли співвідношення працюючих до пенсіонерів наближається до 1:1. Подальше зволікання із запровадженням накопичувального рівня пенсійної системи (другого рівня) ми розцінюємо як злочинну бездіяльність, що прирікає майбутні покоління на бідність. Стратегія суспільного розвитку передбачає обов'язковий запуск накопичувальної системи, де внески сплачуватимуться паритетно роботодавцем та працівником на індивідуальні рахунки.

Важливим аспектом, слід наголосити, є питання збереження вартості пенсійних накопичень від інфляції. Держава повинна створити надійні інструменти інвестування для пенсійних фондів. Саме тому, необхідним є випуск спеціальних довгострокових інфраструктурних облігацій з прив'язкою до інфляції (inflation-linked bonds), дохідність за якими гарантується державою, що дозволить перетворити пенсійні заощадження на «довгий» інвестиційний ресурс для економіки, розірвавши замкнене коло дефіциту Пенсійного фонду [27].

Аналогічні трансформації необхідні у сфері охорони здоров'я. Перехід до страхової моделі медицини є безальтернативним шляхом підвищення якості послуг. Варто запровадити загальнообов'язкове медичне страхування з диверсифікованими джерелами фінансування: базовий пакет послуг фінансується за рахунок податків (НСЗУ), а розширений – за рахунок страхових внесків роботодавців та громадян. При цьому, для забезпечення соціальної

справедливості, держава має взяти на себе сплату внесків за вразливі верстви населення (пенсіонерів, дітей, безробітних), забезпечуючи універсальне охоплення [28].

Концепція суспільного розвитку вимагає забезпечення рівного доступу до фінансових ресурсів для всіх громадян. Було виявлено проблему «фінансового відчуження» (financial exclusion) мешканців сільських територій та прифронтових зон, де банківська інфраструктура фізично відсутня. Стратегія має передбачати стимулювання цифровізації фінансових послуг як інструменту подолання територіальної нерівності. Проте, сама лише технологічна доступність не вирішує проблеми без підвищення рівня фінансової грамотності. Варто запропонувати інтеграцію програм фінансової грамотності в освітні курикулуми на всіх рівнях, а також створення мережі центрів фінансового консультування на базі ЦНАПів, де громадяни могли б отримати незалежну пораду щодо управління боргами, заощадженнями та захисту від шахрайства.

Визначальним вектором фінансово-кредитної стратегії суспільного розвитку є безальтернативність курсу на набуття повноправного членства в Європейському Союзі. Однак, у даній концепції євроінтеграція розглядається не як зовнішньополітична ціль, а як потужний інституційний якор (institutional anchor), що гарантує незворотність структурних реформ. Адаптація національного законодавства до права ЄС (acquis communautaire) у сфері фінансових послуг має відбуватися за принципом «випереджаючої конвергенції». Це означає імплементацію європейських директив та регламентів (зокрема CRD IV/V для банків, Solvency II для страховиків, MiFID II для ринків капіталу) ще до моменту офіційного вступу, що дозволить інтегрувати українську фінансову систему в єдиний європейський ринок капіталу без перехідних періодів [23].

Ключовим викликом на цьому шляху визначається необхідність дотримання Маастрихтських критеріїв конвергенції, які є перепусткою до зони євро. Хоча в умовах воєнного стану дефіцит бюджету та державний борг України суттєво перевищують встановлені ліміти (3% та 60% ВВП відповідно), стратегія

суспільного розвитку має містити чітку «дорожню карту» фіскальної консолідації на повоєнний період. Необхідно законодавчо закріпити повернення до дотримання фіскальних правил через 3-5 років після завершення воєнного стану, що стане сигналом для міжнародних інвесторів про прогнозованість української економічної політики. Водночас, важливо наголосити на неприпустимості досягнення макрофінансової стабільності ціною пригнічення економічного зростання, тому переговори з Європейською Комісією мають передбачати гнучкість у трактуванні дефіциту, якщо він спрямований на фінансування капітальних інвестицій у відбудову [24].

Суспільний розвиток у XXI столітті неможливий без врахування екологічних та кліматичних ризиків. Доведено, що повоєнна відбудова України має відбуватися за принципом «Build Back Better» (відбудувати краще, ніж було), що передбачає повну декарбонізацію економіки. Ігнорування «зеленого» порядку денного (European Green Deal) несе прямі фінансові загрози для національної економіки через запровадження Євросоюзом механізму прикордонного вуглецевого коригування (CBAM). Якщо українські підприємства відновлюватимуть зруйновані потужності за старими, енергоємними технологіями, їхня продукція (метал, цемент, добрива, електроенергія) стане неконкурентоспроможною на ринку ЄС через додаткове оподаткування вуглецевого сліду [25].

Фінансово-кредитна політика повинна створити стимули для «зеленої» трансформації. Важливо здійснити запровадження національної таксономії сталих видів діяльності, гармонізованої з таксономією ЄС, яка чітко визначатиме, які інвестиції вважаються екологічними. На основі цього має бути розбудований ринок «зелених» облігацій (green bonds). Держава, виступаючи емітентом суверенних «зелених» паперів, залучатиме кошти спеціально під проекти енергоефективності та відновлюваної енергетики. Для корпоративних емітентів таких облігацій пропонується запровадити механізм компенсації частини купонної ставки за рахунок коштів податку на викиди CO<sub>2</sub>, який має

бути суттєво підвищений та перетворений з фіскального інструменту на інвестиційний [26].

Банківська система, як основний розподільник фінансових ресурсів в економіці, має стати драйвером змін у бізнес-моделях позичальників. Варто підтримати ініціативу Національного банку щодо імплементації вимог з розкриття інформації про ESG-ризика (екологічні, соціальні та управлінські) у діяльності банків. Однак, стратегія суспільного розвитку вимагає переходу від моніторингу до активного впливу. Пропонується запровадження диференційованих нормативів достатності капіталу: зниження коефіцієнтів ризику для кредитів, виданих на «зелені» проєкти (green supporting factor), та підвищення вимог до капіталу для фінансування «брудних» галузей (brown penalizing factor). Це створить пряму економічну мотивацію для банків кредитувати модернізацію економіки та відмовлятися від фінансування екологічно шкідливих виробництв [27].

Важливим аспектом соціальної відповідальності фінансового сектору (компонента «S» в ESG) є забезпечення інклюзивності та етичності ведення бізнесу. Необхідно посилити захист прав споживачів фінансових послуг та боротьби з дискримінацією у доступі до кредитування. Стратегія має включати заходи з ліквідації гендерного розриву у фінансуванні підприємництва (gender gap), зокрема через запровадження спеціальних кредитних продуктів для жіночого бізнесу з державною підтримкою. Це не лише питання соціальної справедливості, а й економічної ефективності, оскільки дослідження показують, що жінки-підприємниці демонструють вищу дисципліну повернення кредитів та орієнтовані на створення соціальних благ [28].

Невід'ємною складовою європейського вектору розвитку є забезпечення прозорості фінансової системи та нетерпимості до корупційних капіталів. Продовження імплементації стандартів FATF та 5-ї і 6-ї Директив ЄС з протидії відмиванню коштів (AMLD) є критично важливим для збереження довіри міжнародних донорів. Слід наголосити, що в умовах масштабного припливу коштів на відбудову ризику їх нецільового використання зростають

експоненційно. Тому фінансово-кредитна стратегія має передбачати посилення ролі фінансового моніторингу не як карального органу, а як інтелектуального центру аналізу великих даних, здатного виявляти підозрілі зв'язки та запобігати виведенню капіталу в офшори ще на етапі ініціювання транзакцій [29].

Завершальним елементом тріади стратегії суспільного розвитку (Людина - Довкілля - Технології) з метою формування цифрової економіки знань. В умовах обмеженості фізичних ресурсів та логістичних блоkad, саме експорт цифрових послуг та технологічних рішень (GovTech, MilitaryTech, AgriTech) стає головним драйвером валютних надходжень та зростання доданої вартості.

Фінансово-кредитна політика повинна перейти від ролі пасивного спостерігача до ролі активного акселератора інновацій. Ключовим інструментом тут має стати спеціальний податковий режим для R&D (досліджень та розробок). Необхідно запровадити імплементацію моделі IP Box (Intellectual Property Box), яка передбачає знижену ставку податку на прибуток (наприклад, 5-9%) для доходів, отриманих від комерціалізації об'єктів інтелектуальної власності (патентів, софту), створених в Україні. На відміну від існуючого режиму «Дія.City», який фокусується переважно на IT-аутсорсингу [31], режим IP Box стимулюватиме саме продуктивні компанії та наукоємні виробництва залишати інтелектуальні права в українській юрисдикції, а не виводити їх на Кіпр чи в Делавер.

Окремим вектором є легалізація та розвиток ринку віртуальних активів. Україна стабільно входить до топ-країн за рівнем адаптації криптовалют, проте цей ринок залишається в «сірій» зоні. Необхідним є прискорення імплементації європейського регламенту MiCA (Markets in Crypto-Assets) [32]. Це дозволить, з одного боку, захистити інвесторів, а з іншого – оподаткувати операції з криптоактивами. За здійсненими розрахунками, запровадження податку на виведений капітал для криптооперацій (за ставкою 5–9%) може приносити бюджету додатково до 20 млрд грн щорічно, перетворюючи віртуальні активи на реальний ресурс для відбудови.

Успіх цифрової держави (Brand Ukraine як «держави у смартфоні») має бути масштабований на сферу публічних фінансів. Слід створити єдину національну платформу «Прозорий бюджет 2.0», яка базуватиметься на технології блокчейн. Це унеможливить несанкціоноване втручання в реєстри транзакцій та забезпечить повну простежуваність (traceability) кожної бюджетної гривні – від казначейського рахунку до кінцевого отримувача послуг. Така архітектура є критичною умовою для отримання доступу до структурних фондів ЄС, де вимоги до аудиту є надзвичайно жорсткими [33].

Також варто зазначити необхідність подальшої інтеграції фінансових сервісів у портал «Дія». Зокрема, пропонується запровадження сервісу «ЄПодаток» для автоматичного розрахунку та сплати податків для фізичних осіб на основі даних про банківські надходження (за добровільною згодою). Це радикально знизить адміністративні витрати на адміністрування податків (compliance costs) та сприятиме добровільній детінізації доходів фрілансерів та самозайнятих осіб.

Класичне банківське кредитування не здатне фінансувати стартапи та інноваційні проєкти через високі ризики. Тому стратегія суспільного розвитку передбачає запуск Національного фонду фондів (Fund of Funds). Держава, замість того щоб самостійно обирати «переможців» (що несе корупційні ризики), має інвестувати кошти у приватні венчурні фонди під зобов'язання інвестувати в українські проєкти. Економічна сутність механізму полягає в тому, що державний капітал бере на себе роль «якірного інвестора», знижуючи ризики для приватного капіталу та залучаючи іноземні інвестиції у співвідношенні 1:4 або 1:5 [34].

Проведене у третьому розділі дослідження дозволило сформулювати цілісну концепцію удосконалення фінансово-кредитної політики держави, яка базується на зміні парадигми від «антикризового виживання» до «стратегії суспільного розвитку». Зокрема, у сфері фіскальної та бюджетної політики нами запропоновано перехід до доктрини фіскальної самодостатності, що передбачає реалізацію Національної стратегії доходів через скасування неефективних

податкових пільг, гармонізацію митного законодавства з нормами ЄС та запровадження прогресивних моделей оподаткування, включаючи екологічні податки та податки на розкіш. Поряд із цим запропоновано нову архітектуру управління державним боргом, яка передбачає активне використання інструментів реструктуризації та залучення грантового фінансування для зниження боргового навантаження до безпечного рівня менше 60% ВВП. У контексті стимулювання економічного зростання розроблено механізми трансформації державної підтримки, де замість фронтального субсидування пропонується впровадження принципу «розумної обумовленості», що означає надання пільг виключно в обмін на виконання KPI, а також переорієнтацію кредитних програм, таких як «5-7-9%», на інвестиційні цілі. Також обґрунтовано безальтернативність створення національної системи страхування воєнних ризиків та імплементації системи управління публічними інвестиціями (PIM), що дозволить залучити приватний капітал у проєкти відновлення. Важливим елементом стратегії суспільного розвитку є доведена необхідність антропоцентричного розвороту фінансової політики, що включає інструменти інвестування в людський капітал, такі як принцип «гроші ходять за студентом/пацієнтом» та програма «демографічна іпотека», а також перехід до обов'язкової накопичувальної пенсійної системи та впровадження стандартів ESG у фінансовому секторі. Визначено, що стратегічним вектором є повна гармонізація регуляторного поля з нормами ЄС та побудова цифрової економіки знань через розвиток GovTech та венчурного фінансування, реалізація чого дозволить Україні не лише відновити втрачений економічний потенціал, а й здійснити якісний стрибок, інтегрувавшись у європейський економічний простір як рівноправний партнер з високотехнологічною та соціально орієнтованою економікою.

Логічним завершенням формування цілісної фінансово-кредитної політики в умовах особливого періоду виступає розробка стратегії виходу (exit strategy) з мобілізаційної моделі. Обґрунтовано, що попри високу ефективність мобілізаційних інструментів у фазі гострого шоку, їхнє перманентне

використання у середньостроковій перспективі створює значні макроекономічні ризики, зокрема викривлення ринкових сигналів, накопичення квазіфіскальних дефіцитів та «витискання» приватного сектору з ринку капіталу. У зв'язку з цим параметри поступової деактивації спеціальних режимів регулювання та повернення до традиційних інструментів макроекономічного менеджменту мають базуватися на чітко визначеній системі індикаторів-тригерів, а не на жорстких календарних датах, оскільки висока невизначеність особливого періоду робить часове планування нерелевантним.

До ключових макроекономічних сигналів, що свідчать про готовність системи до еволюційної лібералізації, належать стійка дезінфляційна динаміка з наближенням показника інфляції до цільового діапазону та стабілізація інфляційних очікувань суб'єктів господарювання. Крім того, критично важливим є відновлення ритмічності та передбачуваності зовнішніх фінансових надходжень, що дозволяє підтримувати міжнародні резерви на рівні, достатньому для покриття щонайменше 4-5 місяців імпорту, а також стабілізація експортної логістики, звуження від'ємного сальдо торговельного балансу та підтверджена позитивна динаміка реального ВВП протягом принаймні двох кварталів поспіль.

Процес деактивації мобілізаційної моделі пропонується здійснювати через послідовну реалізацію трьох етапів. На початковому етапі, що зосереджений на нормалізації валютно-монетарних умов, пріоритетом стає поступове пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку та перехід від жорсткої фіксації курсу до режиму керованої гнучкості, що дозволяє економіці краще адаптуватися до зовнішніх шоків. Одночасно з цим відбувається планове зниження облікової ставки, що виступає необхідним сигналом для банківського сектору щодо відновлення класичного кредитного каналу. Наступний етап фіскальної консолідації та впровадження системи РІМ передбачає відмову від режиму екстреного секвестру видатків і перехід до стратегічного планування відбудови, де ключову роль відіграє жорстка пріоритезація проєктів та

заміщення прямих державних субсидій інструментами змішаного фінансування (Blended Finance) задля зниження навантаження на бюджет.

Завершальна фаза стратегії характеризується повним відновленням ринкових механізмів, поверненням до режиму інфляційного таргетування та забезпеченням вільного руху капіталу. На цьому етапі державна політика фокусується на створенні інституційних умов для ендогенного економічного зростання через розвиток фондового ринку та активне залучення прямих іноземних інвестицій, що мінімізує потребу у державному гарантуванні. Важливо наголосити, що така стратегія виходу залишається гнучким інструментом: у разі виникнення нових безпекових шоків процес лібералізації може бути призупинений або розвернутий. Однак наявність чітко сформульованого алгоритму дій регуляторів є критично важливою для формування позитивних очікувань бізнесу та міжнародних партнерів. У підсумку обґрунтована стратегія виходу остаточно формує архітектуру мобілізаційної моделі, трансформуючи її з інструменту екстреного реагування на цілісну концепцію макроекономічної трансформації держави.

### Висновки до розділу 3

Проведене у третьому розділі дослідження дозволило сформулювати цілісну концепцію удосконалення фінансово-кредитної політики держави, яка базується на зміні парадигми від «антикризового виживання» до «стратегії суспільного розвитку».

У сфері фіскальної та бюджетної політики запропоновано перехід до доктрини фіскальної самодостатності. Обґрунтовано необхідність реалізації Національної стратегії доходів через скасування неефективних податкових пільг, гармонізацію митного законодавства з нормами ЄС та запровадження прогресивних моделей оподаткування. Запропоновано нову архітектуру управління державним боргом, яка передбачає активне використання інструментів реструктуризації та залучення грантового фінансування для зниження боргового навантаження до безпечного рівня.

У сфері стимулювання економічного зростання розроблено механізми трансформації державної підтримки. Замість фронтального субсидування пропонується впровадження принципу «розумної обумовленості» (надання пільг в обмін на KPI) та переорієнтацію кредитних програм на інвестиційні цілі. Обґрунтовано безальтернативність створення національної системи страхування воєнних ризиків та імплементації системи управління публічними інвестиціями (PIM), що дозволить залучити приватний капітал у проєкти відновлення.

У сфері стратегії суспільного розвитку доведено необхідність антропоцентричного розвороту фінансової політики. Запропоновано інструменти інвестування в людський капітал («гроші ходять за студентом/пацієнтом», «демографічна іпотека»), перехід до обов'язкової накопичувальної пенсійної системи та впровадження стандартів ESG у фінансовому секторі.

Визначено, що стратегічним вектором є повна гармонізація регуляторного поля з нормами ЄС та побудова цифрової економіки знань через розвиток

GovTech та венчурного фінансування. Реалізація запропонованого комплексу заходів дозволить Україні не лише відновити втрачений економічний потенціал, а й здійснити якісний технологічний стрибок, інтегрувавшись у європейський економічний простір як рівноправний партнер.

Удосконалено механізми державної фінансово-кредитної підтримки бізнесу шляхом відходу від традиційних заходів безумовної ліквідної підтримки до впровадження принципу «розумної обумовленості» (smart conditionality). Обґрунтовано необхідність глибокої трансформації державних програм пільгового кредитування (насамперед програми «Доступні кредити 5-7-9%»). Доведено, що вектор підтримки має бути зміщений від рефінансування існуючих боргів до цільового інвестиційного кредитування проєктів відбудови, енергетичної децентралізації та розвитку переробної промисловості з жорстким контролем цільового використання коштів.

Розроблено комплексний інструментарій залучення довгострокових ресурсів для фінансування проєктів повоєнного відновлення, обґрунтовано механізми масштабування інструментів «змішаного фінансування» (blended finance). Залучення коштів міжнародних фінансових організацій (МФО), донорських агентств та приватного капіталу в єдиний пул дозволяє суттєво знизити вартість капіталу для кінцевого позичальника та розділити ризики реалізації масштабних інфраструктурних проєктів.

Передумовою відновлення кредитування реального сектору економіки є розбудова повноцінної архітектури страхування воєнно-політичних ризиків. Запропоновано багаторівневу модель покриття ризиків, яка включає залучення капіталу локальних страхових компаній, використання гарантійних механізмів міжнародних агентств (MIGA, DFC) та створення спеціалізованого державного трастового фонду. Впровадження цієї системи дозволить розблокувати надходження прямих іноземних інвестицій та відновити внутрішній кредитний ринок корпоративного сектору.

Визначено стратегічні напрями боргової та фіскальної політики в умовах обмеженого фіскального простору. Для збереження боргової стійкості держави

ключовим пріоритетом має залишатися максимізація частки безповоротного (грантового) фінансування у структурі покриття дефіциту державного бюджету. Водночас запропоновано заходи з розширення ринку внутрішніх державних запозичень, зокрема шляхом залучення коштів населення та бізнесу через удосконалення механізмів випуску військових та муніципальних облігацій.

Сформовано концептуальні засади політики управління капітальними видатками держави на етапі переходу до економіки відбудови. Обґрунтовано критичну необхідність обов'язкової імплементації системи управління публічними інвестиціями (PIM – Public Investment Management). Запровадження єдиних стандартизованих процедур відбору, оцінки та моніторингу інвестиційних проєктів забезпечить транспарентність використання коштів, підвищить довіру міжнародних партнерів та оптимізує ефективність державних капітальних вкладень, що є фундаментом для забезпечення ендогенного економічного зростання у повоєнний період.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться у третьому розділі дисертаційної роботи знайшли своє відображення у наступних публікаціях: [44-50].

### Список використаних джерел до розділу 3

1. Національна стратегія доходів до 2030 року: схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 27.12.2023 № 1218-р. URL: <https://www.mof.gov.ua/uk/national-revenue-strategy>
2. Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. *IMF Country Report No. 24/85*. Washington : International Monetary Fund, 2024. 145 p.
3. Стратегія розвитку фінансового сектору України. *Національний банк України*. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy>
4. План України (Ukraine Facility Plan) : схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 18.03.2024 № 244-р. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/plan-ukrainy> (дата звернення: 10.01.2026).
5. Богдан Т. С. Боргова політика в умовах війни та повоєнного відновлення. *Фінанси України*. 2023. № 4. С. 7–24.
6. Лондар С. Л. Перспективи розвитку системи страхування воєнних ризиків в Україні. *Економіка та прогнозування*. 2023. № 2. С. 45–58.
7. Про засади державної політики у сфері експортно-кредитного агентства : Закон України від 20.12.2016 № 1792-VIII (зі змінами щодо страхування від воєнних ризиків). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1792-19>
8. Інфляційний звіт (жовтень 2024 року). *Національний банк України*. Київ, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/report>.
9. Основи грошово-кредитної політики на 2025 рік та середньострокову перспективу. *Рішення Ради Національного банку України* від 12.09.2024 № 32-рд.
10. Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3). February 2022 – December 2023. *World Bank, Government of Ukraine, EU, UN*. 2024.
11. Случинський М. Фіскальна децентралізація в умовах воєнного стану: виклики та шляхи адаптації. *Світ фінансів*. 2023. № 3(76). С. 89–101

12. Податковий кодекс України : Закон України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (дата звернення: 10.01.2026).

13. Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. IMF Country Report No. 24/85. Washington : International Monetary Fund, 2024. 145 p.

14. Про державно-приватне партнерство : Закон України від 01.07.2010 № 2404-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2404-17> (дата звернення: 10.01.2026).

15. DREAM: Digital Restoration Ecosystem for Accountable Management. Офіційний портал екосистеми. URL: <https://dream.gov.ua> (дата звернення: 10.01.2026).

16. Стратегія розвитку фінансового сектору України. Національний банк України. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy> (дата звернення: 10.01.2026).

17. Лондар С. Л. Перспективи розвитку системи страхування воєнних ризиків в Україні. Економіка та прогнозування. 2023. № 2. С. 45–58.

18. Про індустріальні парки : Закон України від 21.06.2012 № 5018-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5018-17> Звіт про фінансову стабільність (червень 2024 року). Національний банк України. Київ, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>.

19. Гетманцев Д. О. Фіскальна політика воєнного часу: виклики та рішення. Фінанси України. 2023. № 1. С. 7–22.

20. Public Investment Management Assessment (PIMA): Ukraine. IMF Technical Assistance Report. Washington, 2023.

21. Податковий кодекс України : Закон України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (дата звернення: 10.01.2026).

22. Ukraine: Third Review of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility. IMF Country Report No. 24/85. Washington : International Monetary Fund, 2024. 145 p.

23. Про державно-приватне партнерство : Закон України від 01.07.2010 № 2404-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2404-17> (дата звернення: 10.01.2026).

24. DREAM: Digital Restoration Ecosystem for Accountable Management. Офіційний портал екосистеми. URL: <https://dream.gov.ua> (дата звернення: 10.01.2026).

25. Стратегія розвитку фінансового сектору України. Національний банк України. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy> (дата звернення: 10.01.2026).

26. Лондар С. Л. Перспективи розвитку системи страхування воєнних ризиків в Україні. Економіка та прогнозування. 2023. № 2. С. 45–58.

27. Про індустріальні парки : Закон України від 21.06.2012 № 5018-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5018-17> (дата звернення: 10.01.2026).

28. Звіт про фінансову стабільність (червень 2024 року). Національний банк України. Київ, 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/report>.

29. Гетманцев Д. О. Фіскальна політика воєнного часу: виклики та рішення. Фінанси України. 2023. № 1. С. 7–22.

30. Public Investment Management Assessment (PIMA): Ukraine. IMF Technical Assistance Report. Washington, 2023.

31. Случинський М. Фіскальна децентралізація в умовах воєнного стану: виклики та шляхи адаптації. Світ фінансів. 2023. № 3(76). С. 89–101.

32. Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом. Ратифіковано Законом України від 16.09.2014 № 1678-VII. URL: [https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984\\_011](https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011)

33. Copenhagen Criteria. Accession criteria. European Commission. URL: [https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/enlargement-policy/glossary/accession-criteria\\_en](https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/enlargement-policy/glossary/accession-criteria_en)

34. The European Green Deal. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and

Social Committee and the Committee of the Regions. COM/2019/640 final. Brussels, 11.12.2019.

35. Концепція запровадження ринку зелених облігацій в Україні. Схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 06.10.2021 № 1239-р.

36. Політика Національного банку України щодо розвитку сталого фінансування. Національний банк України. 2021. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/politika-natsionalnogo-banku-ukrayini-schodo-rozvitku-stalogo-finansuvannya>.

37. Global Gender Gap Report 2024. World Economic Forum. Geneva, 2024. 385 p.

38. Anti-money laundering and countering the financing of terrorism (AML/CFT). European Commission. URL: [https://finance.ec.europa.eu/financial-crime/anti-money-laundering-and-countering-financing-terrorism-amlcft\\_en](https://finance.ec.europa.eu/financial-crime/anti-money-laundering-and-countering-financing-terrorism-amlcft_en)

39. Libanova E. Demographic transition in Ukraine: challenges for human capital. *Demography and Social Economy*. 2023. № 2 (52). P. 3–21.

40. Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні : Закон України від 15.07.2021 № 1667-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1667-20> Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets (MiCA). Official Journal of the European Union. L 150/40. 9.6.2023.

41. E-Government Development Index (EGDI). United Nations E-Government Survey 2024. New York : UN, 2024.

42. Global Innovation Index 2024. WIPO. Geneva, 2024. URL: [https://www.wipo.int/global\\_innovation\\_index](https://www.wipo.int/global_innovation_index)

43. Стратегія розвитку інноваційної діяльності на період до 2030 року. Схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 10.07.2019 № 526-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/526-2019-p>

44. Канєва Т. В., Березний М. М., Інституційні засади фінансово-кредитної політики України в умовах воєнного стану. *Проблеми сучасних трансформацій*. 2025. № 20. (0,4 друк.арк.) <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2025-20-08-05>.

45. Канєва Т. В., Березний М. М. Взаємодія бюджетної та кредитної політики держави в кризових умовах. *Бізнес Інформ*. 2025. №10. С. 403–410. (0,4 друк. арк.). <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-10-403-410>

46. Канєва Т. В., Березний М. М. Міжнародні практики фінансово-кредитної політики в умовах воєнних конфліктів. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2025. № 2 (7). С. 83–90. (0,4 друк. арк.). [https://doi.org/10.60022/2\(7\)-09S](https://doi.org/10.60022/2(7)-09S)

47. Канєва Т. В., Березний М. М. Фінансово-кредитна політика як інструмент післявоєнної економічної відбудови. *Ефективна економіка*. 2026. №1. (0,7 друк. арк.). <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.1.38>

48. Березний М. Проблематика запровадження державного «кешбеку». *Фінансові інституції – сучасні виклики та нові можливості*: матеріали Всеукр. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Київ, 21 березня 2024 р.). Київ: ДТЕУ, 2024. С.16– 19. (0,2 друк. арк.). URL: <https://knute.edu.ua/file/MzEyMQ==/2cdaa96f124c546760b09cdc20a6b35f.pdf>

49. Березний М.М. Фінансово-кредитні інструменти як основа управління фінансовою стабільністю під час економічної кризи. *Achievements of 21st century scientific community*: матеріали I Міжн. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Дніпро, 14-15 вересня 2023 р.). Дніпро. 2023. С. 53-55 (0,1 друк. арк.). URL: <http://www.wayscience.com/wp-content/uploads/2023/09/Conference-Proceedings-September-14-15-2023.pdf>

50. Березний М. М. Довгострокові стратегії розвитку кредитного ринку після завершення особливого періоду. Abstracts of IX International Scientific and Practical Conference. Krakow, Poland. Pp. 75-77. URL: <https://eu-conf.com/en/events/the-impact-of-modern-digital-technologies-on-the-future-of-society-and-youth/>

51. Адаменко І.П. Фінансова стратегія в умовах економічних перетворень. *Економічний вісник університету*. 2021. № 48. С. 190–196.

52. Бюджетно-податкова політика у системі регулювання економіки: монографія / І.Я. Чугунов, Т.В.Канєва, М.Д. Пасічний та ін.; за заг. ред. І.Я. Чугунова. К.: Глобус-Пресс, 2018. 354 с.

53. Гаврилова Л.В. Бюджетна політика у системі державного регулювання економіки. *Агросвіт*. 2019. № 3. С. 62–70.
54. Гаврилова Л.В. Перспективне бюджетне планування як складова бюджетного процесу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2019. № 3. С. 65–71.
55. Давиденко Н.М. Середньострокове планування у поліпшенні бюджетної політики в Україні. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. 2019. Вип. 38. С. 54–59
56. Дем'янюк А.В. Бюджетне планування та прогнозування: сучасний стан та перспективи здійснення. *Гроші, фінанси і кредит*. 2019. Вип. 48-3. С. 58–62.
57. Демиденко Л.М., Наконечна Ю.Л. Відкритість та прозорість державного та місцевих бюджетів в Україні. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2016. №10 (187). С. 20–27.
58. Зварич О. Середньострокове бюджетне прогнозування як складова бюджетного процесу. *Вісник КНТЕУ*. 2011. № 5. С. 44–58.
59. Інституційна трансформація фінансово-економічної системи України в умовах глобалізації: монографія / В. Р. Сіденко, М. І. Скрипниченко, В. С. Пономаренко, І. Я. Чугунов та ін.; за заг.ред. В. Р. Сіденка. Київ: Київ. нац. торг-екон. ун-т, 2017. 648 с.
60. Канєва Т.В. Бюджет у системі фінансово-економічних відносин: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2021. 392 с.
61. Канєва Т.В. Пріоритети підвищення ефективності видатків бюджетних установ. *Бізнес Інформ*, 2020. № 1 (504). С. 115–122.
62. Качула С.В., Баранник Л.Б., Сальникова Т.В. Формування бюджетних ресурсів в Україні від непрямого оподаткування: реалізація потенціалу специфічних акцизів. *Ефективна економіка*. 2022. № 8. URL: <https://www.nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/428>.
63. Коляда Т. А. Формування бюджетної стратегії України: теорія, методологія, практика : монографія. Ірпінь : Університет ДФС України, 2016. 396 с.

64. Коляда Т.А. Генеза методологічних засад бюджетного прогнозування. Фінанси, грошовий обіг і кредит. Ірпінь, 2014. № 7. С. 253-258.
65. Коляда Т.А. Організація довгострокового бюджетного планування та прогнозування: досвід провідних країн світу. Проблеми економіки. 2013. № 4. С. 14–20.
66. Коробко Г.О. Використання зарубіжного досвіду бюджетного планування в Україні. Економічна наука. URL: <https://cutt.ly/xeuTJtKW>
67. Коровій В. В. Основні напрями державної фінансової політики. Агросвіт. 2021. № 12. С. 51–57
68. Коровій В.В. Державна фінансова політика: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2021. 372 с.
69. Левкіський І. Б. Методи бюджетного планування місцевих фінансів. Економічний простір. 2020. №154. С. 197-201.
70. Лисяк Л.В., Качула С. В. Бюджетна політика підтримки фінансової безпеки та стійкості фінансів домогосподарств регіонів України. Дніпровський державний аграрно-економічний університет: Ефективна економіка. 2023. № 7. URL: <https://nauka.com.ua/index.php/ee/article/view/1839>
71. Лук'яненко І.Г. Актуальні проблеми прогнозування розвитку соціально-економічних систем: монографія / За ред. О.І. Черняка, П.В. Захарченка. Мелітополь: Видавничий будинок Мелітопольської міської друкарні. 2019. С. 100–113.
72. Макогон В.Д. Бюджетна стратегія держави: монографія. Київ: КНТЕУ, 2018. 364 с.
73. Макогон В.Д. Координація фіскальної та монетарної політики України. Scientia Fructuosa. 2024. № 2. (154) С. 4-19.
74. Макогон В.Д. Бюджетна стратегія інвестиційно-інноваційної моделі розвитку економіки. Бізнес Інформ. 2017. № 9. С. 58–62.
75. Макогон В.Д. Бюджетне прогнозування як інструмент державного регулювання економічних процесів. Бізнес Інформ. 2017. № 10. С. 314–318.

76. Макогон В.Д. Бюджетні видатки у системі соціально-економічного розвитку країни. Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. 2016. №3(86). С. 114–124.
77. Мацедонська Н.В. Світовий досвід бюджетного планування та його впровадження в Україні. Гроші, фінанси і кредит. 2017. № 19. С. 406–409.
78. Набока Т.С. Проблематика оцінювання виконання бюджетних програм в Україні. Бізнес Інформ. 2014. №7. С. 298-303.
79. Опарін В. М., Сарнецька Я. А. Імперативи бюджетного регулювання в Україні в умовах фіскальної децентралізації. Фінанси України. 2020. №1. С. 58-72.
80. Оцінка ефективності бюджетних програм. Сайт Міністерства Фінансів України. <https://mof.gov.ua/uk/ocinka-efektivnosti-bjudzhetnih-program>
81. Пасічний М.Д. Бюджетне регулювання соціально-економічного розвитку країни в період посткризового відновлення. Бізнес Інформ. 2012. № 5. С. 219–223.
82. Пасічний М. Фіскальна безпека держави в умовах воєнного стану. Економіка та суспільство. 2024. Вип. 62. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/3975/3901>
83. Пасічний М.Д. Фіскальні доміанти фінансування військових потреб. Scientia Fructuosa. 2024. № 2. С. 20–37.
84. Планування місцевих бюджетів на основі програмно-цільового методу: навч. посіб. / під заг. ред. В.В.Зубенко. К., 2013. 120 с.
85. Посаднєва О.М., Рибіцка Я.М. Проблематика бюджетного планування в умовах макроекономічної нестабільності. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2021. Вип. 36. С. 123–129.
86. Про внесення змін до БКУ щодо забезпечення передбачуваності бюджетної політики та посилення боргової стійкості : Закон України № 3278- IX, від 27.07.2023 р. Офіційний сайт ВРУ. URL: <https://cutt.ly/eeuTK6WE>

87. Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо запровадження середньострокового бюджетного планування: Закон України від 6 грудня 2018 року № 2646-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2456> .

88. Про Державний бюджет України на 2018 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2018, № 3-4. Документ 2246-VIII, Редакція від 13.12.2018. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2246-19#Text>

89. Про Державний бюджет України на 2019 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2018, № 50. Документ 2629-VIII, Редакція від 13.12.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2629-19#Text>

90. Про Державний бюджет України на 2020 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2020, № 5. Документ 294-IX, редакція від 10.12.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/294-20#Text>

91. Про Державний бюджет України на 2021 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2021, № 16. Документ 1082-IX, редакція від 09.12.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1082-20#Text>

92. Про Державний бюджет України на 2022 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР), 2022, № 3. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1928-20#Text>

93. Про Державний бюджет України на 2023 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР). Документ 2710-IX, редакція від 22.10.2023, підстава - 3415-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2710-20#Text>

94. Про Державний бюджет України на 2024 рік. Закон України. Відомості Верховної Ради (ВВР) 2023, №№ 97-100. Документ 3460-IX, прийняття від 09.11.2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3460-20#Text>

95. Про затвердження плану заходів з реалізації Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017-2020 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 24 травня 2017 р. № 415-р. URL: [www.https://zakon.rada.gov.ua/](http://www.https://zakon.rada.gov.ua/)

96. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017-2020 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 р. №142-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80#Text>

97. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2022-2025 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.12.2021р.№1805-р URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1805-2021-%D1%80#Text>

98. Радіонов Ю. Д. Прогнозування і планування як інструмент ефективного управління та використання бюджетних коштів. Економіка України. 2014. № 4. С. 40-54.

99. Радіонов Ю. Д. Програмно-цільовий метод бюджетування: проблеми впровадження та перспективи розвитку. Економіка України. 2018. № 2. С. 21-38.

100. Радіонов, Ю. Д. Бюджетне регулювання економічного розвитку. Наукові праці НДФІ 1 (2016): 83-94.

101. Радіонов, Ю. Д. Ключові бюджетні порушення та напрями їх мінімізації. Економіка та держава. №1, 2015. С51-55.

102. Тимошенко М.В. Перспективи запровадження середньострокового бюджетного планування на сучасному етапі розвитку економіки України. Економіка та держава. 2020. № 12. С. 21–26.

103. Філіпенко Т.В. Складання та розгляд бюджетної декларації як стадія бюджетного процесу. Травневі правові читання: матер. міжвуз. наук.-практ. конф. здобувачів та викладачів закладів вищої освіти (7 травня 2019 р., м. Черкаси). Черкаси: ЧШБ ім. Героїв Чорнобиля НУЦЗ України, 2019. С. 191–193.

104. Чугунов І.Я. Теоретичні засади розвитку бюджетних відносин. Вісник КНТЕУ. 2011. № 4. С. 13 – 22.

105. Чугунов І. Я., Канєва Т. В., Пасічний М. Д. Бюджетно-податкова політика у системі регулювання економіки : монографія / ред. І. Я. Чугунов. Глобус-Пресс, 2018. 354 с.
106. Чугунов І.Я. Бюджетна стратегія суспільного розвитку. К.:Київ.нац.торг.-екон.ун-т, 2021. 532 с.
107. Chugunov Igor. Financial and Budgetary Policy as a Component of the Resilience of State Finances and Socio-Economic Development of the Country. *Demography and Social Economy*. 2024 № 4 (58). P.113-127.
108. Чугунов І.Я. Довгострокова бюджетна стратегія у системі економічної циклічності. *Вісник КНТЕУ*. 2014. № 5. С. 64-77.
109. Чугунов І.Я. Інституційна архітектоніка бюджетної системи. *Фінанси України*. 2008. № 11. С. 3–10.
110. Чугунов І.Я. Теоретичні основи системи бюджетного регулювання. К.: НДФІ, 2005. 259 с.
111. Chugunov,I., Radionov,Yu., Liubchak,I. Financial resilience of Ukraine under martial law. *Scientia fructuosa*. 2025. №4. P.4–19. [http://doi.org/10.31617/1.2025\(162\)01](http://doi.org/10.31617/1.2025(162)01)
112. Чугунов І.Я., Макогон В.Д. Бюджетна стратегія в умовах економічних перетворень. *Вісник КНТЕУ*. 2018. № 5. С.5–18.
113. Чугунов І.Я., Самошкіна О.А. Теоретико-методологічні засади удосконалення програмно-цільового методу планування видатків бюджету. *Фінанси України*. 2004. №9. С. 37-44.
114. Budget policy of social development. Chugunov I., Kaneva T., Pasichnyi M. and other. General editorship Chugunov I. *Scientific Route*. Tallinn, Estonia. 2018. 348 p.
115. Chugunov I., Kachula S. State financial policy as a component of socioeconomic development of society. *The potential of modern science. volume 2*. Sciemcee Publishing.London, United Kingdom. 2019. pp.29-44.

116. Chugunov I., Koroviy V. Fiscal policy in the system of society development. Theoretical and scientific approaches to the problems of modern economy: monograph. Primedia eLaunch. Boston, USA. 2020. pp.139-160. 201

117. Chugunov I., Koroviy V. Fiscal regulation in the conditions of social and economic transformations. Scientific basis of solving of the modern tasks. Abstracts of XIX International Scientific and Practical Conference. Frankfurt am Main, Germany 2020. pp. 26-30.

118. Chugunov I., Koroviy V. State financial policy of socio-economic development of the country. Actual problems of science and practice. Abstracts of XIV International Scientific and Practical Conference. Stockholm, Sweden 2020. pp. 43-46.

119. Chugunov I., Liubchak I. Budgeting under martial law. *Scientia fructuosa*. 2024. № 5. P. 4–14. [https://doi.org/10.31617/1.2024\(157\)01](https://doi.org/10.31617/1.2024(157)01)

120. Chugunov I., Liubchak I. Institutional framework for budget planning. *Scientia Fructuosa*. № 6. S. 2023. 99-109. [https://doi.org/10.31617/1.2023\(152\)07](https://doi.org/10.31617/1.2023(152)07)

121. Chugunov I., Makogon V. Institutional transformations of the financial support of the pension framework functioning. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2020.4, Issue№35. pp.328-334.

122. Chugunov I., Makohon V. Budgetary projection in the system of financial and economic regulation of social processes. *Baltic Journal of Economic Studies*. Vol. 6. 2020. No.1 pp. 130-135.

123. Chugunov I., Makohon V. Fiscal strategy as an instrument of economic growth. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2019. Vol.5. №.3. pp. 213-217.

124. Chugunov I., Makohon V., Korovii V. Formation of budget expenditure in the system of fiscal regulation. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2020. Vol.6. N.2. pp.100-107.

125. Chugunov I., Makohon V., Krykun T. Budget strategy in the conditions of economic globalization. *Problems and Perspectives in Management*. 2019. Vol.17, Issue 3, pp.101-110.

126. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Budgetary policy of the emerging countries in conditions of institutional transformations. *Problems and Perspectives in Management*. 2019. Volume 17, Issue №4, pp. 252-261.

127. Chugunov I., Makohon V., Markuts Y. Features of EU and Ukraine debt policy. *Investment Management and Financial Innovations*. 2019. Volume 16, Issue №4, pp. 254-261.

128. Chugunov I., Makohon V., Vatulov A., Markuts Y. General government revenue in the system of fiscal regulation. *Investment Management and Financial Innovations*. Volume 17.2020, Issue№1, pp.134-142.

129. Chugunov I., Nasibova O. Public funding of social protection: Impact on social indicators in Eurozone countries. *Investment Management and Financial Innovations*. Vol.18. Issue 2. 2021. pp. 181–192.

130. Chugunov I., Pasichnyi M. Fiscal stimuli and consolidation in emerging market economies. *Investment Management and Financial Innovations*. 15(4), 2018. p.113–122.

131. Chugunov I., Pasichnyi M., Koroviy V., Kaneva T., Nikitishin A. Fiscal and Monetary Policy of Economic Development. *European Journal of Sustainable Development*. 2021. № 10(1), pp. 42-52.

132. Chugunov I.Y., Aristov Yu.Yu. Budget as a tool of economic growth. *Sciences of Europe*. Praha, Czech Republic. 2021. Vol.3. № 64. pp.66-72.

133. Chugunov I.Y., Koroviy V.V. Formation of financial policy of the state as a component of social development. *Sciences of Europe*. Praha, Czech Republic. 2020. Vol.3. N.54. pp.12-18.

134. Chugunov I.Y., Makogon V.D. Budget policy under economic transformation. *Economic Annals-XXI*. 2016. № 3-4 (2). pp. 66-69.

135. Chugunov I.Y., Mostytska N.A. Budget mechanism as a component economic policy of the state. *Sciences of Europe*. Praha, Czech Republic. 2020. Vol.2. №.56. pp.15-21.

136. Chugunov I.Y., Titarchuk M.I. Formation of the state budget as an instrument of socio-economic development of the country. Sciences of Europe. Praha, Czech Republic. 2020. Vol.2. №55. pp.46-52.
137. Chugunov I.Y., Pasichnyi M.D. Fiscal policy for economic development. Scientific bulletin of Polissia. 2018. № 1 (13). P.1. pp. 54–61.
138. Chugunov, I., Makohon, V., Kaneva, T., Adamenko, I. Influence of financial support of human capital development on economic growth. Problems and Perspectives in Management [this link is disabled](#), 2022, 20(2), стр. 269–280.
139. Cristina Tita, Alexandra Otetea, Ilie Banu. The Importance of a Medium-Term Budgetary Framework in Enhancing the Sustainability of Public Finances in Romania. 21st International Economic Conference (16-17 May 2014, Sibiu, Romania). Procedia Economics and Finance. 2014. P. 270–274.
140. Lysiak L., Tereshchenko T., Kachula S., Hrabchuk O., Lebid H. Directions of fiscal policy transformation in the crisis period of economic development of Ukraine. Economic Affairs, Vol. 69(01), pp. 609-618, March 2024.
141. Medium term budgetary framework (MTBF). Finance Department Government of Sindh. URL: <https://finance.gos.pk/Home/Download?path=Budget%5CMTBF%5CMTBF%20Conceptual%20Note%20%28updated%20%26%20refined%20version%29.pdf>
142. Sidelnykova L., Posadnieva O. Problems of ensuring budgetary security of the state during martial law. International Scientific Journal. Innovative Economics and Management. Vol. 10, № 2. 2023, P. 220-230.
143. The official website of European Commission. Retrieved from <https://ec.europa.eu/commission/index>
144. The official website of Eurostat. Retrieved from <https://ec.europa.eu/eurostat>
145. The official website of IMF. Retrieved from <https://www.imf.org/external/index.htm>
146. The official website of World Bank. Retrieved from <https://www.worldbank.org>

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано вирішення важливого науково-прикладного завдання, що полягає у розробці теоретико-методологічних засад, аналітичного інструментарію щодо трансформації фінансово-кредитної політики держави в умовах особливого періоду.

Результати проведеного дослідження дають підстави зробити такі висновки теоретичного, методологічного та науково-практичного характеру:

1. Вирішено фундаментальне завдання щодо концептуалізації управління державними фінансами в умовах екзистенційних загроз шляхом обґрунтування концепції «мобілізаційної моделі» фінансово-кредитної політики. Доведено, що в умовах особливого періоду традиційні парадигми макроекономічного регулювання втрачають свою ефективність. Сутність мобілізаційної моделі зводиться до екстреної структурної трансформації фінансової системи, за якої пріоритетом виступає не стимулювання циклічного економічного зростання, а максимальна концентрація та жорсткий перерозподіл обмежених ресурсів. Реалізація цієї моделі на практиці дозволяє забезпечити безперебійне фінансування сектору безпеки і оборони, утримати макроекономічну рівновагу та запобігти колапсу національної економіки під впливом воєнних шоків.

2. Розкрито еволюцію та етапність реалізації вітчизняної фінансово-кредитної політики в умовах повномасштабного вторгнення. Виокремлено ключові фази її трансформації: від періоду екстреного антикризового реагування (шок ліквідності та ручне управління) до етапу фіскальної консолідації та поступового переходу до політики стимулювання відновлення. Встановлено, що ключовим викликом на сучасному етапі є подолання структурних дисбалансів публічних фінансів, які виникли

внаслідок безпрецедентного зростання видатків на оборону на тлі падіння власних податкових надходжень та руйнування промислового потенціалу країни.

3. На основі комплексного аналізу інституційних засад системи макрофінансової стабілізації доведено критичну необхідність посилення координації фіскальних та монетарних інструментів. На противагу класичним інструментам регулювання мирного часу, обґрунтовано механізми управління структурним профіцитом ліквідності банківської системи. Доведено, що надлишкова ліквідність у банківському секторі в умовах високих безпекових ризиків не трансформується автоматично у кредитування реального сектору. Вирішення цієї проблеми вимагає від Національного банку України та Міністерства фінансів України синхронізації політик управління процентними ставками та емісією державних цінних паперів.

4. Оцінено ефективність монетарного режиму в умовах воєнного стану та доведено доцільність адаптації валютної політики до тривалих макроекономічних шоків. Аналіз показав, що тимчасова фіксація обмінного курсу на початку особливого періоду виконала роль номінального якоря для стримування паніки та інфляції. Водночас аргументовано, що подальший еволюційний перехід до режиму керованої гнучкості обмінного курсу став найефективнішим інструментом поглинання зовнішніх дисбалансів, збалансування валютного ринку та збереження міжнародних резервів держави.

5. Дістали подальшого розвитку підходи до імплементації міжнародного досвіду застосування фінансово-кредитних інструментів під час збройних конфліктів та системних криз. Зарубіжні практики було адаптовано до унікальних українських реалій – критичної залежності від зовнішнього грантового і кредитного фінансування та масштабних руйнувань інфраструктури. Це дозволило відібрати та адаптувати лише ті фінансові інструменти, які здатні забезпечити стійкість в умовах безпрецедентного зовнішнього дефіциту.

6. Удосконалено механізми державної фінансово-кредитної підтримки бізнесу шляхом відходу від традиційних заходів безумовної ліквідної підтримки до впровадження принципу «розумної обумовленості» (smart conditionality). Обґрунтовано необхідність глибокої трансформації державних програм пільгового кредитування (насамперед програми «Доступні кредити 5-7-9%»). Доведено, що вектор підтримки має бути зміщений від рефінансування існуючих боргів до цільового інвестиційного кредитування проєктів відбудови, енергетичної децентралізації та розвитку переробної промисловості з жорстким контролем цільового використання коштів.

7. Розроблено комплексний інструментарій залучення довгострокових ресурсів для фінансування проєктів повоєнного відновлення. На відміну від стандартної практики нарощування суверенного боргу, обґрунтовано механізми масштабування інструментів «змішаного фінансування» (blended finance). Залучення коштів міжнародних фінансових організацій (МФО), донорських агентств та приватного капіталу в єдиний пул дозволяє суттєво знизити вартість капіталу для кінцевого позичальника та розділити ризики реалізації масштабних інфраструктурних проєктів.

8. Передумовою відновлення кредитування реального сектору економіки є розбудова повноцінної архітектури страхування воєнно-політичних ризиків. Запропоновано багаторівневу модель покриття ризиків, яка включає залучення капіталу локальних страхових компаній, використання гарантійних механізмів міжнародних агентств (MIGA, DFC) та створення спеціалізованого державного трастового фонду. Впровадження цієї системи дозволить розблокувати надходження прямих іноземних інвестицій та відновити внутрішній кредитний ринок корпоративного сектору.

9. Визначено стратегічні напрями боргової та фіскальної політики в умовах обмеженого фіскального простору. Для збереження боргової стійкості держави ключовим пріоритетом має залишатися максимізація частки безповоротного (грантового) фінансування у структурі покриття дефіциту державного бюджету. Водночас запропоновано заходи з розширення ринку

внутрішніх державних запозичень, зокрема шляхом залучення коштів населення та бізнесу через удосконалення механізмів випуску військових та муніципальних облігацій.

10. Сформовано концептуальні засади політики управління капітальними видатками держави на етапі переходу до економіки відбудови. Обґрунтовано критичну необхідність обов'язкової імплементації системи управління публічними інвестиціями (PIM – Public Investment Management). Запровадження єдиних стандартизованих процедур відбору, оцінки та моніторингу інвестиційних проєктів забезпечить транспарентність використання коштів, підвищить довіру міжнародних партнерів та оптимізує ефективність державних капітальних вкладень, що є фундаментом для забезпечення ендогенного економічного зростання у повоєнний період.

**ДОДАТКИ**

## Додаток А

Таблиця А.1

<b>Інструмент регулювання</b>	<b>Досвід Ізраїлю</b>	<b>Досвід Південної Кореї</b>	<b>Можливість імплементації в Україні (в умовах грантової залежності)</b>
<b>Фінансування дефіциту</b>	Внутрішні військові облігації, цільові позики діаспори	Фінансова репресія, кредитна емісія	<b>Часткова.</b> Домінує зовнішнє грантове фінансування. Розвиток ринку ОВДП як додатковий інструмент.
<b>Кредитна політика</b>	Субсидовані кредити оборонному сектору	Директивне кредитування промислових конгломератів	<b>Модернізована.</b> Неможливість директивного втручання. Застосування механізмів <i>smart conditionality</i> (програма 5-7-9%).
<b>Монетарний режим</b>	Фіскальне домінування (до 1985 р.), далі – таргетування	Жорстко фіксований курс, адміністративні ставки	<b>Гібридна.</b> Перехід від фіксованого курсу до керованої гнучкості. Збереження високої облікової ставки для стримування інфляції.
<b>Управління ризиками</b>	Державні гарантії інвестицій	Тотальне покриття ризиків урядом	<b>Інноваційна.</b> Механізми <i>blended finance</i> та страхування військових ризиків із залученням MIGA та DFC.

## Додаток Б

Таблиця Б.1

Дата запровадження / зміни	Суть регуляторного заходу	Економічна мета та наслідки для ринку
Лютий 2022	Фіксація курсу (29,25 грн/\$); заборона транскордонних переказів (крім критичного імпорту); ліміт на зняття готівки (100 тис. грн).	<i>Мета:</i> Запобігання відтоку капіталу (capital flight) та збереження ліквідності банківської системи. <i>Наслідок:</i> Зупинка паніки, але формування «сірого» ринку валюти.
Липень 2022	Корекція курсу до 36,57 грн/\$; заборона P2P переказів з гривневих карток за кордон (понад ліміт).	<i>Мета:</i> Зменшення "карткового туризму" та тиску на резерви. <i>Наслідок:</i> Зростання вартості імпорту, покращення торговельного балансу.
Жовтень 2022	Запровадження інструменту купівлі валюти під депозит (3 місяці) за офіційним курсом.	<i>Мета:</i> Зв'язування вільної гривневої маси, перетік попиту з готівкового ринку на безготівковий. <i>Наслідок:</i> Зміцнення готівкової гривні, зниження спреду.

## Продовження таблиці Б. 1

<p><b>Червень 2023</b></p>	<p>Пом'якшення обмежень для обслуговування зовнішніх кредитів.</p>	<p><i>Мета:</i> Дозвіл бізнесу розраховуватися за боргами для збереження репутації. <i>Наслідок:</i> Певне збільшення попиту на валюту, але покращення інвестклімату.</p>
<p><b>Жовтень 2023</b></p>	<p>Перехід до керованої гнучкості курсу.</p>	<p><i>Мета:</i> Посилення ролі ринкових факторів. <i>Наслідок:</i> Зростання волатильності в межах контрольованого коридору, адаптація бізнесу до курсових ризиків.</p>
<p><b>Травень 2024</b></p>	<p>Валютна лібералізація (скасування обмежень на імпорт послуг, дозвіл на виплату дивідендів).</p>	<p><i>Мета:</i> Стимулювання ділової активності та залучення інвестицій. <i>Наслідок:</i> Збільшення попиту на валюту, що компенсується міжнародною допомогою.</p>

## Додаток В

Таблиця В. 1

<b>Період</b>	<b>Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %</b>	<b>Індекс споживчих цін (річний вимір), %</b>	<b>Середньозважена ставка за новими строковими депозитами фізосіб (гривня), %</b>	<b>Дохідність за 1-річними ОВДП (первинний ринок), %</b>	<b>Реальна облікова ставка (ex-post), %</b>
<b>I кв. 2022</b>	10,0	13,7	7,8	11,0	-3,7
<b>II кв. 2022</b>	25,0	21,5	6,5	11,2	+3,5
<b>III кв. 2022</b>	25,0	24,6	9,2	14,0	+0,4
<b>IV кв. 2022</b>	25,0	26,6	11,8	18,5	-1,6
<b>I кв. 2023</b>	25,0	21,3	13,4	19,2	+3,7
<b>II кв. 2023</b>	25,0	12,8	14,8	18,8	+12,2
<b>III кв. 2023</b>	20,0	7,1	14,5	17,9	+12,9
<b>IV кв. 2023</b>	15,0	5,1	14,1	16,8	+9,9

Продовження таблиці В. 1

<b>I кв. 2024</b>	14,5	3,2	13,5	16,2	+11,3
<b>II кв. 2024</b>	13,0	4,8	12,9	15,5	+8,2

## Додаток Г

Таблиця Г. 1

Сфера регулювання	Стратегічна ціль	Інструменти реалізації (короткострокові)	Інструменти реалізації (середньострокові)	Очікуваний ефект
<b>Фіскальна політика</b>	Забезпечення самодостатності фінансування сектору безпеки	Скасування неефективних пільг; індексація акцизів; повернення податкових перевірок.	Впровадження е-аудиту; гармонізація митного законодавства з ЄС; реформа податку на прибуток (модель польського СІТ або податок на виведений капітал для МСБ).	Зростання частки податків у ВВП до 35–40%; зменшення "tax gap".
<b>Монетарна політика</b>	Збереження купівельної спроможності і гривні та цінова стабільність	Підтримання додатної реальної облікової ставки; режим керованої гнучкості курсу; валютні обмеження на відтік капіталу.	Перехід до повноцінного інфляційного таргетування; поступова валютна лібералізація; приватизація держбанків.	Інфляція в межах 5–7%; зниження доларизації економіки.

## Продовження таблиці Г. 1

<b>Боргова політика</b>	Забезпечення боргової стійкості (Debt Sustainability)	Залучення грантів; роловер внутрішнього боргу на ринкових умовах.	Реструктуризація зовнішнього комерційного боргу; запуск вторинного ринку ОВДП.	Утримання боргу в межах 90–100% ВВП; зниження вартості обслуговування.
<b>Фінансовий сектор</b>	Відновлення кредитування реального сектору	Програми "5-7-9%"; портфельні гарантії; страхування воєнних ризиків через міжнародні фонди.	Створення повноцінної системи страхування воєнних ризиків (local pool); розвиток ринку капіталу.	Зростання кредитного портфеля; фінансування відбудови.

## Список публікацій здобувача:

*наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації*

1. Канєва Т. В., Березний М. М., Інституційні засади фінансово-кредитної політики України в умовах воєнного стану. *Проблеми сучасних трансформацій*. 2025. № 20. (0,5 друк.арк.) <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2025-20-08-05>.

2. Канєва Т. В., Березний М. М. Взаємодія бюджетної та кредитної політики держави в кризових умовах. *Бізнес Інформ*. 2025. №10. С. 403–410. (0,5 друк. арк.).<https://doi.org/10.32983/2222-4459-2025-10-403-410>

3. Канєва Т. В., Березний М. М. Міжнародні практики фінансово-кредитної політики в умовах воєнних конфліктів. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2025. № 2 (7). С. 83–90. (0,5 друк. арк.). [https://doi.org/10.60022/2\(7\)-09S](https://doi.org/10.60022/2(7)-09S)

4. Канєва Т. В., Березний М. М. Фінансово-кредитна політика як інструмент післявоєнної економічної відбудови. *Ефективна економіка*. 2026. №1. (0,6 друк. арк.). <http://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.1.38>

*наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:*

5. Березний М. Проблематика запровадження державного «кешбеку». *Фінансові інституції – сучасні виклики та нові можливості*: матеріали Всеукр. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Київ, 21 березня 2024 р.). Київ: ДТЕУ, 2024. С. 16-19. (0,2 друк. арк.). URL <https://knute.edu.ua/file/MzEyMQ==/2cdaa96f124c546760b09cdc20a6b35f.pdf>

6. Березний М.М. Фінансово-кредитні інструменти як основа управління фінансовою стабільністю під час економічної кризи. *Achievements of 21st century scientific community*: матеріали I Міжн. наук.-прак. інтернет-конф. (м. Дніпро, 14-15 вересня 2023 р.). Дніпро. 2023. С. 53-55 (0,2 друк. арк.). URL: <http://www.wayscience.com/wp-content/uploads/2023/09/Conference-Proceedings-September-14-15-2023.pdf>

7. Березний М. М. Довгострокові стратегії розвитку кредитного ринку після завершення особливого періоду. Abstracts of IX International Scientific and Practical Conference.( Krakow, 02-04 березня 2026 р.). Krakow, Poland. 2026. P. 75-77. (0,2 друк. арк.). URL: <https://eu-conf.com/en/events/the-impact-of-modern-digital-technologies-on-the-future-of-society-and-youth/>

Акціонерне товариство  
«ДЕРЖАВНИЙ  
ЕКСПОРТНО-ІМПОРТНИЙ  
БАНК УКРАЇНИ»



Joint Stock Company  
THE STATE  
EXPORT-IMPORT  
BANK OF UKRAINE

Банк у Світі. Світ у Банку



Bank in the World. World in the Bank

вул. Антоновича, 127, м. Київ, 03150, УКРАЇНА  
тел.: (044) 247-8948, 247-3838  
факс: (044) 247-8082  
телекс: 831258 EXIMB UX  
http://www.eximb.com

Antonovycha Str., 127, Kyiv, 03150, UKRAINE  
tel.: (+38 044) 247-8948, 247-3838  
fax: (+38 044) 247-8082  
teleks: 831258 EXIMB UX  
http://www.eximb.com

19.02.2026 № 002240/402226

№ № \_\_\_\_\_

#### ДОВІДКА

Про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Березного Максима Михайловича на тему:  
«Фінансово-кредитна політика в умовах особливого періоду»

Результати дисертаційного дослідження Березного Максима Михайловича на тему «Фінансово-кредитна політика в умовах особливого періоду» були використані фахівцями АТ «Державного експортно-імпортного банку України» при вдосконаленні механізмів кредитування стратегічно важливих галузей економіки.

Зокрема, у практичній діяльності банку ключову увагу було приділено впровадженню рекомендацій щодо удосконалення механізмів пільгового кредитування вітчизняного бізнесу, насамперед у межах реалізації державної програми «Доступні кредити 5-7-9%». На основі наукових розробок автора було оптимізовано підходи до структурування кредитних угод з метою посилення їхнього інвестиційного спрямування та розширення цільової фінансової підтримки підприємств малого та середнього бізнесу, а також компаній реального сектору.

Використання запропонованих підходів сприяє підвищенню загальної ефективності кредитної політики АТ «Державного експортно-імпортного банку України», нарощуванню обсягів фінансування національної економіки через державні програми та посиленню позицій банку як надійного партнера у забезпеченні макроекономічної стійкості і повоєнного відновлення України.

Директор Департаменту  
середнього бізнесу, підприємств малого  
та комунального підприємств



Підпис С. Пускай

Семен ПУСКАЙ

Мещенко