ЕФЕКТИВНІСТЬ
ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНА УСТАНОВА «ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ
ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НАН УКРАЇНИ»

ЕФЕКТИВНІСТЬ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ

Колективна монографія

За редакцією
доктора економічних наук Є.О. Бублика

Київ – 2023

УДК 336.7:32]:339.9
Е 90

Автори: Є.О. Бублик (вступ, розд. 1, 2, п. 11.1, 11.2), А.О. Дробязко (розд. 3, п. 11.3), Ю.І. Шаповал (розд. 4, п. 11.4), С.І. Брус (розд. 5, п. 11.5), Г.В. Єршова (розд. 6), В.І. Гаркавенко (розд. 7, п. 11.6), О.І. Шпанель-Юхта (розд. 8, п. 11.7), Д.Б. Лопатенко (розд. 9, п. 11.8), І.Є. Бридун (розд. 10, п. 11.9)

Рецензенти:

С.О. Кораблін – д.е.н., чл.-кор. НАН України (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

Є.О. Борзенко – д.е.н., проф. (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

В.В. Зимовець – д.е.н. (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);

О.О. Терещенко – д.е.н., проф. (ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана» – Київ)

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» від 15 травня 2023 р. № 32

Ефективність грошово-кредитної політики в Україні в умовах глобальної економічної дестабілізації : колективна монографія / за ред. д-ра екон. наук Є.О. Бублика ; НАН
Е 90 України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». – Електрон дані. – К., 2023. – 216 с. – Режим доступу : http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/12/Efektyvnist-hroshovo-kredytnoi-polityky-v-Ukraini.pdf

ISBN 978-617-14-0184-6 (електронне видання)

Наукова монографія присвячена питанням оцінки ефективності грошово-кредитної політики в Україні та обґрунтування пропозицій щодо її удосконалення з урахуванням викликів, породжених глобальною економічною дестабілізацією. В дослідженні узагальнено сучасні тенденції змін у теоретичних підходах, проаналізована вітчизняна та зарубіжна практика грошово-кредитного регулювання. Показано особливості використання режиму інфляційного таргетування в малій відкритій економіці. Обґрунтовано коло заходів з удосконалення грошово-кредитної політики в Україні.

УДК 336.7:32]:339.9

ISBN 978-617-14-0184-6
(електронне видання)

© НАН України, 2023
© ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2023

ЗМІСТ

ВСТУП 6

РОЗДІЛ 1. ГЛОБАЛЬНА ЕКОНОМІЧНА ДЕСТАБІЛІЗАЦІЯ ЯК ЧИННИК ПЕРЕОСМИСЛЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ 9

1.1. Глобальна економічна дестабілізація та її вплив на практику монетарного регулювання 9

1.2. Трансформація поглядів на цілі ГКП 21

РОЗДІЛ 2. ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ 34

2.1. Проблеми оцінки ефективності ГКП в умовах глобальної дестабілізації 34

2.2. Актуалізація цільового підходу до оцінки ефективності грошово-кредитної політики 47

РОЗДІЛ 3. ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА НБУ В ПЕРІОД 2015–2022 рр. 53

3.1. Динаміка та структура грошової пропозиції як чинник ефективності ГКП в Україні 53

3.2. Оцінка ефективності ГКП України в контексті співпраці з МВФ 62

РОЗДІЛ 4. ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ 66

4.1. Характеристика інструментарію ГКП та функціонування трансмісійного механізму 66

4.2. Вплив інструментарію ГКП на «ефект витіснення» 78

РОЗДІЛ 5. РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ У РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ 85

5.1. Структурно-функціональні особливості банківського ринку як фактор ефективності ГКП 85

5.2. Інституційні прогалини вітчизняних фінансових ринків та їх вплив на ГКП 93

РОЗДІЛ 6. ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСКОРДОННОГО РУХУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ 99

6.1. Іноземні інвестиції в Україні у 2015–2022 рр.: тенденції та зміни у державній політиці 99

6.2. Напрями удосконалення політики залучення іноземних інвестицій 109

РОЗДІЛ 7. РОЛЬ ДЕРЖАВНИХ БАНКІВ У РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ 113

7.1. Світовий досвід функціонування державних банків: історичний аспект 113

7.2. Етапи розвитку державного сегмента банківського сектора України 119

7.3. Зміна ролі державних банків в умовах війни та повоєнного відновлення 123

РОЗДІЛ 8. ЦИФРОВІЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ 130

8.1. Особливості прояву цифровізації за видами фінансових послуг 130

8.2. Особливості грошово-кредитної політики в умовах цифровізації 138

8.3. Цифрові валюти центральних банків та їх вплив на монетарну політику 139

РОЗДІЛ 9 ПІДТРИМКА МСП ЗА ДОПОМОГОЮ ЗАХОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ 144

9.1. Підтримка МСП заходами ГКП під час глобальних викликів 144

9.2. Пандемія COVID-19 як виклик для МСП в Україні 150

9.3. Підтримка МСП України під час воєнної агресії 154

РОЗДІЛ 10. РОЗВИТОК СТРАХОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ 159

10.1. Вплив регуляторних змін на страховий ринок України 159

10.2. Огляд страхового ринку з огляду системного ризику 164

РОЗДІЛ 11 НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВІЙНИ ТА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ 169

11.1. Узгодження цілей та режимів ГКП із викликами воєнного часу та підтримкою стабільного функціонування економіки 169

11.2. Використання потенціалу валютно-курсового регулювання та контроль за фінансовою відкритістю національної економіки 171

11.3. Монетарна підтримка економічної активності в умовах 175

воєнного стану 175

11.4. Комбінація інструментарію ГКП на повоєнному етапі 177

11.5. Координація ГКП та фіскальної політики задля підвищення ефективності монетарного регулювання 178

11.6. Роль державних банків у реалізації ГКП та забезпеченні фінансової стабільності в умовах воєнного стану 179

11.7. Імплементація IT-інновацій 182

11.8. Підтримка малого та середнього підприємництва заходами ГКП 184

11.9. Умови розвитку страхового ринку України 186

ВИСНОВКИ 188

ДОДАТКИ 192

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 205

ПЕРЕЛІК СКОРОЧЕНЬ, УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, ОДИНИЦЬ І ТЕРМІНІВ

ВВП – валовий внутрішній продукт

ГКП – грошово-кредитна політика

ГФК – глобальна фінансова криза 2008 р.

ДГ – домашні господарства

ДС – депозитні сертифікати НБУ

ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку.

ЄВС – Європейський валютний союз

ЄС – Європейський Союз

ЄЦБ – Європейський центральний банк

ІТ – інфляційне таргетування

МБК – міжбанківське кредитування

МВФ – Міжнародний валютний фонд

МСП – мале та середнє підприємництво

МФО – міжнародні фінансові організації

НПА – непрацюючі активи (non-performing loans)

НФК – нефінансові корпорації

ОВДП – облігації внутрішньої державної позики

ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку

ПБ – платіжний баланс

ПІ – портфельні інвестиції

ПІІ – прямі іноземні інвестиції

ТНК – транснаціональні корпорації

ТПК – транскордонні потоки капіталу

ЦСЄ – Центрально-Східна Європа

CBDC – Central bank digital currency (цифрова валюта центрального банку)

ВСТУП

Період після глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. позначився системними змінами у сфері грошово-кредитного регулювання. Посилення ролі чинників глобальної економічної дестабілізації через провали ринкового регулювання, зростання волатильності транскордонних потоків фінансового капіталу, а також невизначеність глобального технологічного переходу, війна та пандемія поставили нові вимоги до ефективності грошово-кредитної політики як інструменту державної політики із убезпечення громадян від цих викликів.

Водночас практика реалізації грошово-кредитної політики в Україні викликає обґрунтовані запитання щодо ефективності її інструментарію для виконання завдань убезпечення від викликів глобальної дестабілізації, підтримки фінансової стійкості держави в умовах війни та повоєнного економічного зростання. Привід для таких запитань дають наочні ознаки демонетизації національної економіки (на етапі до повномасштабного вторгнення та надходження масштабної іноземної допомоги), скорочення обсягів кредитування економіки, звуження функціоналу приватних та державних банків, залежність країни від зовнішнього фінансування. Особливий виклик для грошово-кредитного регулювання в Україні становить життєва необхідність монетарної підтримки бюджетних витрат в умовах війни за одночасного забезпечення стабільності національної валюти.

Враховуючи це, надзвичайно актуалізуються як надання науково обґрунтованої характеристики ефективності грошово-кредитної політики в Україні, так і визначення кола заходів з її удосконалення з урахуванням викликів, породжених глобальною економічною дестабілізацією. З цією метою в монографії проаналізовано та систематизовано фундаментальні чинники, що визначають умови й обмеження реалізації грошово-кредитної політики на етапі після глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. Варто зауважити, що вагому роль відіграють як чинники, обумовлених *глобальними* умовами (поглиблення фінансіалізації, загострення трансформаційних викликів), так і чинників, обумовлених *національними* проблемами (слабка координація регуляторів у межах економічної політики держави, неефективність режиму

інфляційного таргетування при слабкому інституційному забезпеченні та демонтажі валютного регулювання).

Під впливом перманентної дії цих чинників грошово-кредитна політика в малих відкритих економіках глобальної периферії, до яких відноситься й Україна, має свої особливості, передусім пов'язані із впровадженням режиму інфляційного таргетування. В таких країнах через іманентно вищі показники інфляції та девальвації грошово-кредитна політика залишається переважно рестриктивною по відношенню до національного бізнесу. І перехід до режиму інфляційного таргетування в умовах недорозвинених фінансових ринків, переважно немонетарної природи інфляційних процесів та особливого характеру впливу волатильності обмінного курсу значною мірою унеможливлює в таких країнах реалізацію переваг інфляційного таргетування. Тож обмеження, які накладає режим інфляційного таргетування, штучно звужують потенціал ефективності грошово-кредитної політики, як це спостерігається і в Україні;

Щоб подолати цю проблему та підвищити ефективність грошово-кредитної політики в Україні доцільно на інституційному рівні уточнити ієрархію офіційних стратегічних цілей, підпорядкувавши цілі інфляційного таргетування потребам фінансової стабільності та економічного зростання, посилити контроль за коливаннями обмінного курсу та узгодити заходи монетарної та фіскальної політики.

Це у свою чергу потребує переходу до гібридного режиму грошово-кредитної політики, за якого обмеженість функціоналу облікової ставки буде можливо компенсувати заходами валютного регулювання з таргетуванням діапазону коливання обмінного курсу, підтриманими контролем уряду за цінами, що дасть змогу відійти від рестриктивної грошово-кредитної політики при збереженні цінової стабільності.

На користь такого підходу свідчать характерні ознаки трансформації реальної практики грошово-кредитної політики центробанків країн економічного ядра. Зокрема, простежується актуалізація мандату центральних банків щодо монетарної підтримки бізнесу та уряду, підпорядкування цілі інфляційного таргетування потребам фінансової стабільності та економічного зростання, посилення контролю за коливаннями обмінного курсу, узгодження заходів монетарної та фіскальної політики. Наочні прояви таких тенденцій

слугують обґрунтуванням для модернізації грошово-кредитної політики в Україні у зазначених напрямах.

В умовах воєнного стану грошово-кредитна політика має раціонально поєднувати обмежуючі та стимулюючі заходи, зокрема: розбудову комплексної системи валютного регулювання, узгоджених антиінфляційних дій НБУ та уряду, з одного боку, а з іншого – компенсацію процентних ставок у рамках державних кредитних програм за участю державних банків та зважену фінансову підтримку Національним банком бюджетних видатків.

Важливим елементом підвищення ефективності грошово-кредитної політики виступає ресурс державних банків, що посилює цільове спрямування їх кредитної діяльності під час стимулюючої монетарної політики або стерилізації вільної грошової маси в періоди рестрикційної монетарної політики. Відповідно це потребує напрацювання цільових кредитно-інвестиційних програм, довгострокових депозитних рахунків та викупу державних облігацій. Законодавче унормування такого функціоналу державних банків допоможе посилити ефективність політики Національного банку у відповідних фазах економічного циклу.

Представлені у монографії результати демонструють подальший розвиток науково-методичних підходів у царині аналізу теорії та практики монетарного й валютного регулювання, зокрема стосовно пошуку напрямів підвищення ефективності грошово-кредитної політики в малих відкритих економіках. Із цих позицій монографія орієнтована на науковців, представників державних органів виконавчої та законодавчої влади, викладачів та студентів економічних ВНЗ.

Розділ 1
ГЛОБАЛЬНА ЕКОНОМІЧНА ДЕСТАБІЛІЗАЦІЯ ЯК ЧИННИК ПЕРЕОСМИСЛЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Наслідки глобальної фінансової кризи (ГФК), що розпочалась у 2007 р. у США та розгорнулася на світових ринках у 2008–2009 рр., відчуваються і п'ятнадцять років потому. Близько 85% із числа тих країн, які ГФК вразила безпосередньо, до пандемії 2020 р. так і не продемонстрували впевненого зростання. Так само як і 60% країн, які ця криза безпосередньо не зачепила[1]. Незавершеність попередньої кризи і відсутність фундаменту для нової фази піднесення призвели до нестабільності стану глобальної економіки та її схильності до нових потрясінь. Висока ймовірність їх настання обумовлена нагромадженням цілої низки суперечностей, частина з яких сформувалась іще до ГФК. Вагомий вплив цих суперечностей значною мірою визначає ефективність монетарного регулювання.

1.1. Глобальна економічна дестабілізація та її вплив на практику монетарного регулювання

Ключовими чинниками трансформації практики монетарного регулювання у XXI ст. виступили дві кризові події: глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. та світова пандемія COVID-19 у 2020 р. У цей проміжок часу загострилася низка вагомих суперечностей, що й обумовило необхідність змін попередньої практики монетарного регулювання. Серед найбільш вагомих суперечностей періоду 2008–2020 рр. слід відзначити такі:

– зростання кризового потенціалу внаслідок фінансіалізації світової економіки і волатильності транскордонних потоків капіталу після тривалої практики «кількісного пом'якшення»;

– обмеження потенціалу монетарного регулювання в умовах падіння рівня ключових ставок за режиму інфляційного таргетування («пастка ліквідності»);

[1] Chen M. W., et. al. Global economic recovery 10 years after the 2008 financial crisis. *IMF Working Paper* 2019. WP/19/83. P. 8

– формування системного ризику через нагромадження боргового обтяження країн без економічного зростання, підвищення ваги немонетарних чинників інфляції, волатильності обмінних курсів.

Існують і інші чинники, що зумовлюють перебування глобальної економіки на межі нестабільності (нерівність, війна, пандемія, розрив логістичних ланцюгів, кліматичні зміни, ризики цифровізації тощо). Зазначене безпосередньо впливає на ефективність реалізації грошово-кредитної політики у більшості країн світу, а також формує цілу низку похідних чинників, що визначають її ефективність.

Зростання фінансіалізації та волатильності транскордонних потоків капіталу (ТПК). Характерний наслідок буремного періоду 2009–2020 рр. – зумовлене процесом фінансіалізації посилення потенціалу та волатильності ТПК. Це стало одним із найбільш вагомих чинників глобальної нестабільності. Політика «кількісного пом'якшення», що була реалізована у розвинених країнах, підживила процес фінансіалізації світової економіки після ГФК. За певними оцінками на ринках розвинених країн лише упродовж 2009–2013 рр. було емітовано 8–9 трлн дол. США. Ще понад 20 трлн дол. США було емітовано під час пандемії 2020–2021 рр.[2]. Якщо у період 2003–2006 рр. показник М2/ВВП у світі коливався на рівні 95,5–97,4%, то у період 2006–2021 рр. він зріс до 144,2% (рис. 1.1).

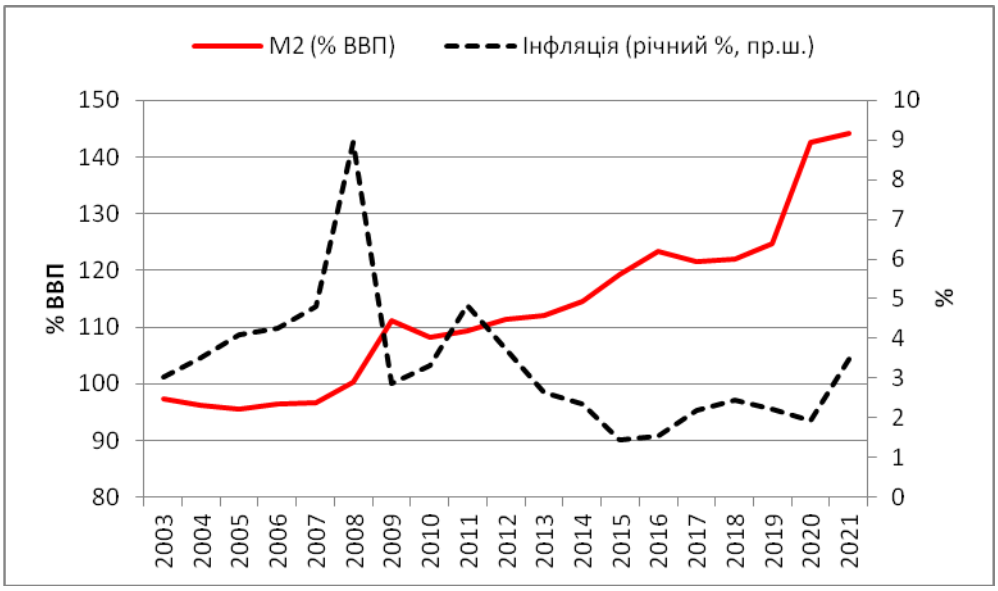

Рис. 1.1. Динаміка світових показників грошової маси (М3) та інфляції

Джерело: World Bank Data.

[2] Amadeo K., Boyle M. Explaining Quantitative Easing. *The Balance*. May 21, 2021. URL: https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-definition-and-explanation-3305881

Унаслідок масштабної емісії обсяги активів фінансових установ у світі збільшились, на кінець 2021 р. сягнувши 486,6 трлн дол. США, що по відношенню до світового ВВП становило 518%, порівняно із 368% у 2002 р.[3] (рис. 1.2).

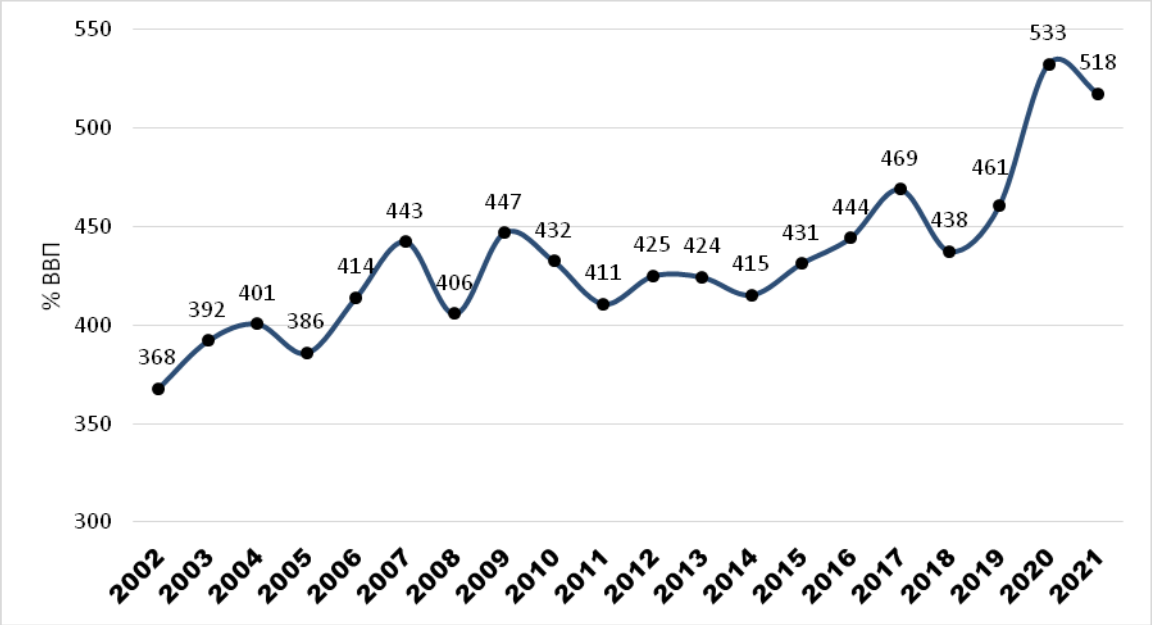

Рис. 1.2. Збільшення обсягів активів фінансових установ у світі,

у % до світового ВВП

Джерело: statista.com (Total assets of financial institutions).

Наслідком поглиблення фінансіалізації світової економіки у період 2009–2021 рр. стало подальше посилення волатильності ТПК. Воно проявляється через зменшення довжини хвилі припливу та відпливу ТПК[4], зростання амплітуди та більш різкі зміни напрямів руху[5]. На посткризовому етапі у структурі транскордонних потоків капіталу помітне зростання частки короткострокових інструментів – міжбанківських кредитів та корпоративного боргу, що свідчить переважно про спекулятивний, а не інвестиційний характер руху ТПК. Реалізація фінансових програм порятунку під час пандемії 2020 р. надала процесу фінансіалізації нового поштовху. Відомі обсяги таких програм у 2020–2021 р. сягнули 21,5 трлн дол. США[6].

[3] Загальні активи фінансових установ. URL: Statista.com

[4] Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2019. No. w25890. 21 p. P. 2.

[5] Вирішення системних питань: підвищення злагодженості та узгодженості багатосторонньої політики у сфері фінансів, інвестицій, торгівлі та розвитку / UNCTAD. Женева, грудень 2020. С. 4.

[6] Cornish L. Interactive: Who's funding the COVID-19 response and what are the priorities? *Devex*. June 1, 2021. URL: https://www.devex.com/news/interactive-who-s-funding-the-covid-19-response-and-what-are-the-priorities-96833

При цьому у більшу залежність від стабільного припливу іноземного капіталу після процесів ГФК та «кількісного пом'якшення» потрапили економіки, що розвиваються[7], оскільки в кінці хвиль припливу-відпливу ТПК вони залишаються практично з нульовими показниками чистого припливу іноземного капіталу. Напередодні ГФК та після неї амплітуда коливань їх річних показників зросла більш як удвічі (рис. 1.3).

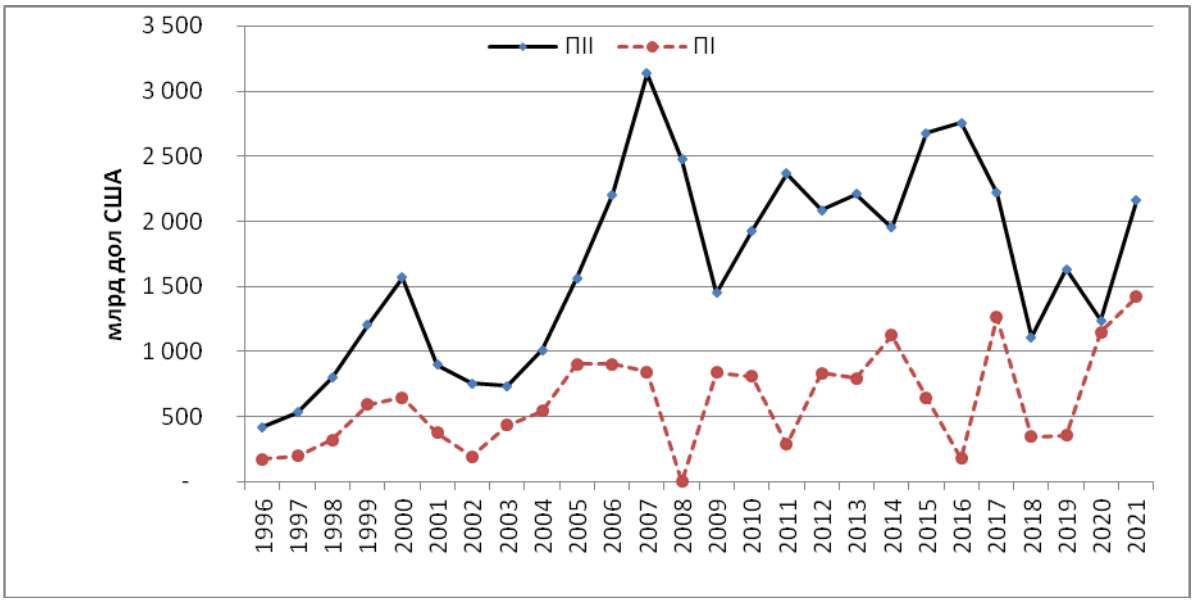

Рис. 1.3. Динаміка обсягів припливу прямих (ПІІ) та портфельних (ПІ) інвестицій

Джерело: World Development Indicators / The World Bank.

Волатильність ТПК проявляється не лише через зростання амплітуди їх припливів і відпливів, а й через циклічну зміну напрямів руху між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються. На перших посткризових етапах, у 2009–2012 рр., їх рух відбувся у бік країн, що розвиваються. Внаслідок політики «кількісного пом'якшення» спостерігався бум припливу в економіки, що розвиваються, іноземного капіталу, який підтримав в них відновлення платоспроможного попиту та допоміг балансувати бюджетний та торговельний дефіцити.

В умовах циклічних проявів припливу і відпливу транскордонних потоків капіталу монетарні органи влади багатьох країн, з ринками, що формуються, непокоїть відносно високий вплив ТПК на коливання валютного курсу, так і

[7] Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. *National Bureau of Economic Research Working Paper.* 2018. № w24286. 60 p.

валютного курсу на інфляцію. Насправді в умовах «гіперглобалізації»[8] вплив параметрів монетарної політики розвинених країн, які мають резервні валюти, на ринки країн, що розвиваються, виявився досить помітним.

Як правило, такі коливання супроводжуються негативним впливом нехеджованих валютних позицій вітчизняних агентів на фінансову стабільність. Часто це стає причиною для пожорсткішання ГКП у разі початку відпливу капіталу, хоча національну економіку також пригнічує шок процентних ставок. Такі наслідки примусили замислитися щодо прийнятності вільноплаваючих валютних курсів для країн із незрілими фінансовими ринками, слабкими інститутами та відкритими економіками.

Проте суперечність, яку породжує, з одного боку, усвідомлення необхідності стабілізуючих заходів щодо надмірних коливань курсу національної валюти, а з іншого – збереження ідеології фінансової лібералізації, породжують цікавий парадокс, за якого життєво необхідні заходи втілюються неявними методами. Це можна пояснити тим, що фінансова відкритість залишається бажаною ціллю для економік, що розвиваються, з огляду на потребу в залученні іноземного капіталу. До збереження високого рівня фінансової відкритості спонукає і загалом обережне ставлення до впровадження прямих обмежень на операції з капіталом великого бізнесу та міжнародних фінансових організацій.[9]

Характерною ознакою поширення у світі неофіційного використання валютних інтервенцій виступають звинувачення щодо вчинення валютних маніпуляцій з метою отримання торговельних переваг. Протягом останніх 20 років до валютних маніпуляцій вдається дедалі більше коло країн, навіть таких розвинених та відкритих, як Сінгапур або Швейцарія[10]. Зокрема, Швейцарія, що має повністю лібералізований рахунок операцій з капіталом, із 2009 р. вдається до масових інтервенцій на валютному ринку з метою запобігти зміцненню

[8] Гіперглобалізація – термін, що використовує UNCTAD для позначення періоду 1980–1990 рр., коли на додаток до лібералізації умов міжнародної торгівлі дерегуляції також зазнали і фінансові ринки. Наслідком цього, як зазначалося на Конференції ООН з торгівлі та розвитку, стало почастішання фінансових криз, зниження темпів приватного виробничого нагромадження, збільшення корпоративної заборгованості та посилення нерівності. Докладніше див.: Вирішення системних питань: підвищення злагодженості та узгодженості багатосторонньої політики у сфері фінансів, інвестицій, торгівлі та розвитку / UNCTAD. Женева, грудень 2020.

[9] Бублик Є.О. Фінансова відкритість транзитивних економік / НАН України; Ін-т. екон. та прогнозув. Київ, 2020. 324 с.

[10] Collins C., Gagnon J. Currency Manipulation Continues to Decline / Peterson institute for international economics. 2019. URL: https://www.piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/currency-manipulation-continues-decline

національної валюти[11]. Тільки у період із липня 2019 р. до червня 2020 р. чиста купівля валюти центробанком Швейцарії становила 103 млрд дол. США, що еквівалентно 14% ВВП цієї країни[12].

Із цієї причини у грудні 2020 р. уряд США визнав центробанк Швейцарії валютним маніпулятором. Уже у квітні 2021 р. Швейцарію із цього списку було виключено, але, посилаючись на положення Акту 2015 р. «Про спрощення та забезпечення торгівлі»[13], під прискіпливою увагою Казначейства США залишаються також КНР, Японія, Республіка Корея, Німеччина, Ірландія, Італія, Індія, Малайзія, Сінгапур та Мексика, – тобто всі основні торговельні партнери США[14].

Такий характер процесів підкреслює, що валютні інтервенції залишаються поширеним і – головним чином – дієвим інструментом регулювання валютного курсу, незалежно від рівня фінансової відкритості економіки. А з іншого боку – стабільність курсів національних валют відповідає інтересам міжнародної інтеграції[15] і тому у застосуванні відповідних заходів зацікавлені і економічні об’єднання та міжнародні інститути розвитку.

Поширення від’ємних процентних ставок. Новим викликом для монетарного регулювання після ГФК стало поширення низьких та від’ємних процентних ставок за розміщення фінансових активів. Першопричиною цього виступила політика монетарних регуляторів розвинених країн зі зниження процентних ставок у прагненні відновити ділову активність. Спочатку ставки в Японії та США, Великій Британії, країнах Єврозони, Данії, Чехії, Швеції, Швейцарії та низці інших країн впали нижче за 0,5%, а згодом перемістилися у від’ємну зону.

Зниження процентних ставок до нуля або навіть до від’ємних значень не мало помітного ефекту для стимулювання ділової активності. Більше того, існують дослідження, що обґрунтовують і контрпродуктивний ефект від

[11] Bergsten C., Gagnon J. Currency Conflict and Trade Policy: A New Strategy for the United States. *Currency conflict and trade policy: A new strategy for the United States*. Columbia University Press, 2017.

[12] З цієї причини у грудні 2020 р. Казначейство США проголосило центробанк Швейцарії валютним маніпулятором, скасувавши цю претензію у квітні 2021 р.

13 Валютним маніпулятором може бути визнана країна, що має як мінімум на 20 млрд дол. США профіцит торгівлі із США і здійснює річні валютні інтервенцій у обсязі 2% ВВП, маючи 2% ВВП загального обсяг профіциту за рахунком поточних операцій.

14 Treasury Releases Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States / US Department of the Treasury’s official site. URL: https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0131

[15] Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. Princeton University Press, 2021. P. 15

політики низьких ставок. Зокрема, Ф. Хайдером та іншими[16] показано, що нульові та від'ємні ставки обмежено позначаються на розширені пропозиції нових банківських кредитів. Пояснюється це тим, що фінансові установи, які у попередні періоди забезпечували власне фондування під вищі ставки, наразі все ще потребують активів із відповідною прибутковістю і не прагнуть надавати кредити під нульові ставки.

Проте у 2021 р. відновились інфляційні процеси. Певний час це не супроводжувалося закономірним підвищенням ключових ставок. Замість того, щоб підвищити ключові ставки за перших ознак прискорення інфляції, центробанки провідних країн іще досить довго утримували їх на нульових позначках. Причина цього була вагомою. Економіки лише почали оговтуватися від попередніх шоків, і підвищення ставок центробанків швидше за все придушило би слабку активність.

За даними МВФ показник інфляції у 2021 р. становив 4,7%, у 2022 р. – 8,8%, у 2023 р. він прогнозується на рівні 6,5%, тобто інфляція залишається дуже високою. Як наслідок, за даними BIS, у 2022 р. уже 33 із 38 центробанків, які він моніторить, свої ключові ставки підвищили.

Збереження процентних ставок на високому рівні спонукатиме до переорієнтації потоків капіталу в розвинені країни, а також до погіршення умов обслуговування боргу в країнах, що розвиваються. Це посилює чинники глобальної нестабільності. На додаток до цього ТПК змінюють напрями руху відповідно до імперативів дефрагментації нової глобальної економічної системи[17].

У таких умовах додатковим чинником глобальної нестабільності виступає фрагментація світової економіки. Посилення дезінтеграційних процесів – давно прогнозована тенденція. Зокрема, професор Гарвадського університету К. Рогофф іще до початку пандемії 2020 р. та війни в Україні підтвердив зміну глобалізаційного тренду[18].

Це підтверджує і статистика: у період з 2008 р. до кінця 2020 р. обсяги світової торгівлі по відношенню до глобального ВВП впали з 61 до 51,6%. Хоча

[16] Heider F., Saidi F., Schepens G. Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32. No. 10. P. 3728–3761.

[17] Georgieva K. Confronting Fragmentation Where It Matters Most: Trade, Debt, and Climate Action. *IMF Blog.* 2023. Vol. 16. URL: https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/01/16/Confronting-fragmentation-where-it-matters-most-trade-debt-and-climate-action

[18] Rogoff K. Deglobalization will hurt growth everywhere. *The Guardian*. 2020. URL: https://www.theguardian.com/business/2020/jun/04/deglobalisation-will-hurt-growth-everywhere

протягом 2021 р. обсяги світового експорту товарів і послуг встигли «відіграти» майже 3%[19]. Проте інтегральний показник KOF Globalisation Index[20], який розраховує Інститут економіки Швейцарії, напередодні війни демонстрував уповільнення темпів глобалізації.

Такі суперечливі тенденції пояснюються тим, що, попри економічну стагнацію, людство підтримує ідею глобалізації і намагається зберегти об'єднуючі досягнення в інших сферах суспільних відносин, незважаючи на ізоляційні виклики пандемії. Це дає підстави сподіватися, що «зупинка» тимчасова і глобалізаційний тренд може відновитись. Особливо, коли буде взято до уваги ті недоліки глобалізаційного процесу, що спровокували рецесію та посилили її вплив на малі відкриті економіки.

Разом із тим в умовах наявної дефрагментації наростають протекціоністські заходи[21], що також виступають чинником фінансової дестабілізації. Цікаво, що закон масової фінансової підтримки національного виробника США отримав назву Закон про зниження інфляції.

Накопичення фінансового боргу. Вагому роль у формуванні фінансового ландшафту останніх двадцяти років відіграє тенденція нагромадження глобального боргу, що визначає самовідтворювальний процес фінансіалізації світових економік. За даними Інституту міжнародних фінансів (The Institute of International Finance – IIF), упродовж 2015–2019 рр. сукупний світовий борг зріс із 206 до 257 трлн дол. США, становивши близько 350% світового ВВП. Пандемія у 2020 р. додала до обсягів світового боргу ще 24 трлн дол. США[22].

Під час шоків ГФК та пандемії COVID-19 бюджетні дефіцити зросли і суверенні борги нагромаджувалися значно швидше, ніж у перші роки після ГФК. Згідно з базою даних щодо світового боргу МВФ, у 2020 р. обсяг запозичень підскочив на 28%, і становив 256% ВВП (рис. 1.4).

[19] Exports of goods and services (% of GDP). World Bank national accounts data. URL: https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS

[20] KOF Globalisation Index. URL: https://kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html

[21] Згідно з даними Global Trading Alert у 2021–2022 рр. кількість заходів із обмежень на торгівлю втричі перевищило кількість заходів із лібералізації. Така ситуація спостерігалася лише у 2009 р.

[22] Global Debt Monitor: COVID Drives Debt Surge - Stabilization Ahead?. The Institute of International Finance. URL: https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor

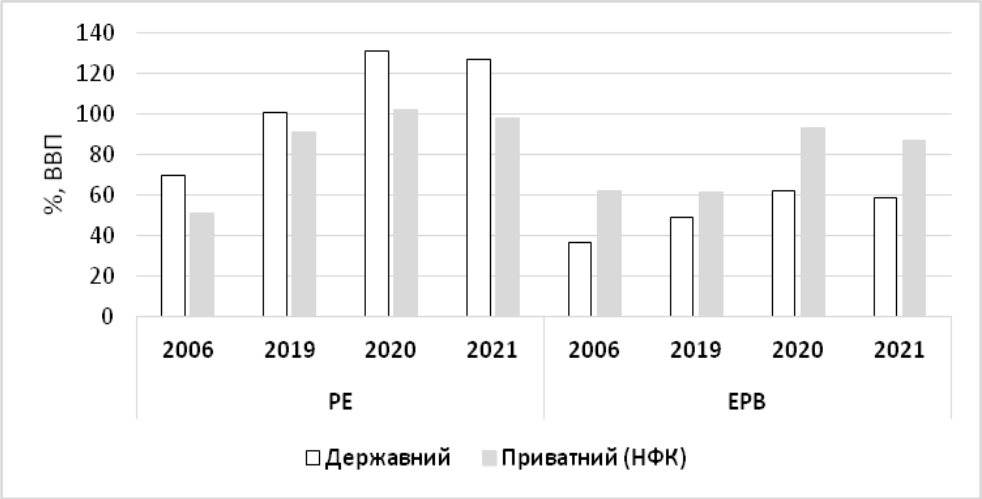

Рис. 1.4. Зміни обсягів боргу в розвинених економіках (РЕ) та економіках, що розвиваються (ЕРВ), *% ВВП*

Джерело: Global Debt Database / IMF. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD

При тому, що показники глобального боргу протягом 2021 р. скоротилися на 9 трлн дол. США (10% світового ВВП), борг економік, що розвиваються, скорочувався повільніше, а у державному сегменті залишився практично на тому самому рівні[23]. Станом на кінець 2021 р. глобальний державний борг країн світу становив майже 40% загальносвітового обсягу боргу, що є найвищим показником майже за шість десятиліть[24].

Донедавна такі показники зростання глобального боргу можна було би розглядати як загалом прийнятні, з огляду на розрахунок їх планомірного зниження у наступні роки. Тривалий час в умовах нульових ставок низька вартість обслуговування боргу пом’якшувала побоювання щодо рекордно високого державного боргу країн. Допоки реальні процентні ставки залишалися нижчими за реальні темпи зростання економік, існувала уява про безболісну бюджетну експансію. Однак довгоочікуване пожорсткішання грошово-кредитної політики сталося в умовах підвищення ризиків, пов’язаних зі зростанням інфляції, цін на енергоресурси та війною. Як наслідок, виклики щодо надмірної заборгованості знову опинилися в центрі уваги.

Високий рівень державного та приватного боргового навантаження формує передумови для фінансової дестабілізації, що вже викликають

[23] Ghosh J. The frickle charms of private global finance. *Project Syndicat*. 2021 URL: https://www.project-syndicate. org/

[24] Gaspar V., Medas P., Perrelli R. Riding the Global Debt Rollercoaster. *IMF Blog*. 2022, December. 12.

занепокоєння. Число країн із розвиненою економікою, коефіцієнти заборгованості яких перевищують розмір їх економіки, значно збільшилося. Існує ризик того, що дедалі вищі рівні боргу призведуть до збільшення спредів процентних ставок у країнах зі слабкішими основними економічними показниками, що викличе збільшення вартості їх запозичень.

Хоча наявні показники зміни інфляції можуть зумовити до скорочення відносних показників боргу до ВВП, прихована та відкладена інфляція так чи інакше призведе до підвищення вартості запозичень. Цей удар стане найбільш болючим для країн із короткими термінами погашення боргу. Тобто – для більшості економік, що розвиваються та мають слабкі інститути.

Слід відзначити таку характерну особливість. Зростання публічного боргу у розвинених країнах відображає притаманну їм перевагу у можливостях фінансування бюджетного дефіциту. Серед економік із доходом середнім та вищим за середній зростання боргу відбувається із випередженням нагромадження боргу у приватному сегменті, що відображає наявність у них дієвого фондового ринку. Тоді як в економіках із низьким рівнем доходу в основному зростає державний сегмент боргу.

Країни із низьким рівнем доходу характеризуються помірними обсягами заборгованості з кількох причин. Це і відносно дорогі запозичення, і перевага інвесторів, що надається розвиненим країнам та економікам, які демонструють високі темпи зростання. Натомість інвестори воліють уникати економік із доходом, нижчим за середній, що наразі не демонструють достатньо високих темпів зростання, – через високий рівень невизначеності довгострокових трендів розвитку факторів виробництва. Логічним наслідком із цих двох факторів є стримана бюджетна політика в таких країнах, головна ціль якої – забезпечення боргової дисципліни для обслуговування наявного боргу. Це замкнене коло позбавляє слабкі економіки ініціативи у сфері бюджетного стимулювання. При цьому на тлі недієвого монетарного регулювання роль фіскальної політики зростає.

Зростання ролі фіскального стимулювання. Потрапляння у пастку ліквідності та зниження ефективності інструментів монетарної політики призвело до того, що роль фіскальної політики стосовно монетарної знову стає домінуючою. При цьому якщо кількісне пом’якшення під час ГФК було спрямоване на фінансові ринки, то в умовах пандемії фінансова допомога – переважно через купівлю державних зобов’язань – була спрямована не тільки

на підтримку активності на фінансових ринках, а й – через механізм бюджетного стимулювання – на інші цілі.

Відповідно до цієї тенденції більшість розвинених економік та ряд економік, що розвиваються, суттєво збільшили обсяг бюджетного дефіциту. У дев'яти з економік G-20 за підсумками 2020 р. рівень бюджетного дефіциту перевищив 10% ВВП. Рекордні показники дефіциту в 2020 р. мали КНР (18,2% ВВП) та США (15,8% ВВП)[25].

Таке поєднання попередньої практики «кількісного пом'якшення» із теперішнім фіскальним стимулюванням, імовірно, ще тривалий час доповнюватиме монетарну підтримку відновлення економічної активності в подальшому. Це певною мірою допоможе тамувати виклики непродуктивного впливу збільшення грошової маси, спекулятивного коливання цін, дефолту та процентного ризику. Крім цього, нівелюється ризик непродуктивного впливу збільшення грошової маси, спекулятивного коливання цін, дефолту та процентний ризик. Подібний процес синергії монетарної та фіскальної політики спостерігатиметься найближчими роками.

Підтвердженням цього слугує переорієнтація цілей монетарної політики розвинених країн. Так, затверджена у серпні 2020 р. ФРС США «Декларація про довгострокові цілі та стратегію монетарної політики» демонструє зміну підходу балансування між інфляцією та безробіттям у межах кривої Філліпса та зниження пріоритету інфляційного таргетування на користь забезпечення максимальної занятості в економіці[26].

Подібний процес синергії монетарної та фіскальної політики спостерігатиметься у найближчі роки. Зважаючи на це, монетарне регулювання повинно бути узгоджене із можливостями фіскальної підтримки ризикових груп домогосподарств і бізнесу. На думку фахівців МВФ, в умовах викликів війни в Україні ЄС краще більше покладатися на фіскальні, а не на монетарні важелі[27]. UNCTAD у цих умовах радить встановлювати адміністративний контроль за цінами замість підвищення ключових ставок центробанків[28].

---

[25] Global Financial Stability Report, April 2021: Preempting a Legacy of Vulnerabilities / IMF. URL: https://www.imf.org/en/Publications/GFSR

[26] 2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy / Federal Reserve. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm

[27] Europe should use fiscal, not monetary policy to deal with Ukraine war, IMF says. REUTER. April 22. 2022.

[28] Trade and Development Report 2022 / UNCTAD. URL: https://unctad.org/publication/trade-and-development-report-2022

Серед додаткових чинників, що визначають ефективність монетарного регулювання в умовах глобальної нестабільності, слід виокремити ***загальносвітовий тренд цифровізації економічних відносин***. Наразі можна виокремити найбільші канали такого впливу. Поширення тіньового банкінгу та криптовалют, з одного боку, а також цифрових валют центральних банків і операцій прямого кредитування – з іншого, формують зміну інституційних характеристик усієї фінансової сфери. Поширення великих баз даних та ІТ-технологій створюють нові можливості фінансового контролю та аудиту, а також комунікаційної політики. Прискорення та спрощення фінансових трансакцій забезпечує процес глобалізації економічних відносин. Тому не можна недооцінювати потенціал впливу цифровізації.

Водночас характер цих процесів залишається більшою мірою невизначеним. Його глибинні драйвери формує не лише фінансова або технічна сфера, а й соціальна, психологічна та ринкова[29]. Монетарні регулятори навряд чи зможуть опанувати соціальні виклики процесу цифровізації. Проте вкрай необхідним є їх ретельний моніторинг та пріоритетний захист інтересів власників цифрових валют від фінансових втрат та ринків від зловживань та надмірних спекуляцій.

Розглянуті ключові фактори дестабілізації глобальної системи фінансів чинять потужний вплив і на Україну, економіка якої може бути охарактеризована як мала відкрита, сировинна, експортоорієнтована. Лише протягом останніх 15 років вона неодноразово зазнавала серйозних втрат від циклічних проявів фінансової дестабілізації, посилених в умовах воєнного конфлікту. При цьому чинники пандемії та російської агресії найбільше вплинули на дестабілізацію глобальних ринків та відповідну зміну поглядів на потенціал монетарного регулювання економічної динаміки.

Таким чином наявні умови глобальної фінансової нестабільності чинять негативний вплив на всі сфери господарського життя і викликають структурні зміни на національному й міжнародному рівнях та обмежують регуляторний потенціал монетарної політики різних країн. Взагалі циклічна фінансово-економічна дестабілізація, що проявляється як періодично повторюваний спад суспільного виробництва, притаманна ринковим економікам, зокрема і малим відкритим, основу виробництва яких становить експорт сировини. В ринкових

[29] Борзенко О. Структурні деформації на світових фінансових ринках після 90-х років XX століття: монографія. Вінниця: ТОВ «ТВОРИ», 2019. 448 с.

економіках прояви фінансової дестабілізації – фінансові кризи – є природним етапом саморозвитку системи у процесі накопичення та подолання притаманних їм суперечностей[30].

Проте на сучасному етапі закономірність такого саморозвитку була порушена зі зняттям набутих суперечностей. Натомість характерною особливістю економік країн, що розвиваються та не мають налагоджених ринкових механізмів і сформованого стійкого та прогресивного економічного базису, є циклічне повторення етапів дестабілізації без розв'язання набутих суперечностей. Без розв'язання суперечностей малі відкриті економіки, що розвиваються, повторюють цикли фінансово-економічної дестабілізації за одних і тих самих причин у незмінній послідовності. Вагомою причиною цього виступає обмежений потенціал монетарного регулювання, не пристосований як до зняття набутих суперечностей, так і до запобігання або нівелювання впливу зовнішніх фінансових шоків.

1.2. Трансформація поглядів на цілі ГКП

Протягом останніх 15 років спостерігаються поступові зміни у підходах до проведення монетарної політики в країнах економічного ядра та їх поширення на периферію[31]. Перегляд підходів до стимулювання економічної активності фіскальними та монетарними засобами було розпочато ще в умовах ГФК. Під впливом пандемії COVID-19 цей процес зазнав помітного прискорення і, ймовірно, у найближче десятиріччя буде оформлено концептуальні засади для нового монетарного консенсусу. Зміни вже вплинули на перегляд цілей грошово-кредитної політики, погляди на усталені взаємозв'язки монетарних індикаторів та інструменти з економічною активністю. Фундаментальними спонукальними чинниками такої трансформації виступили:

- відрив фінансового сектора від реального;
- посилення концентрації капіталу в центрах його нагромадження;
- падіння норм дохідності капіталу і заощаджень;
- прискорене нагромадження суверенних та приватних боргів;

[30] Hansen Alvin H. Business Cycles and National Income. New York: W. W. Norton and Company, 1951. 639 p.

[31] Vlados C. The phases of the postwar evolution of capitalism: The transition from the current crisis into a new worldwide developmental trajectory. *Perspectives on Global Development and Technology*. 2019. Vol. 18, Is. 4. P. 457–488.

- наближення до зміни технологічного устрою;

Ключовим наслідком із проаналізованих тенденцій наразі є висновок про необхідність здійснення регулювання економічної активності загалом і рівня інфляції зокрема, комбінуванням заходів фіскальної політики, процентних ставок і обмеження волатильності валютного курсу.

Дедалі більше досліджень показують, що керування валютним курсом збільшує вірогідність досягнення інфляційного таргету[32]. На думку Р. Даліо, загалом наявний процес може бути охарактеризований як фаза переходу від епохи чистого монетаризму до епохи нового кейнсіанства з синтезом набутого досвіду, що стримуватиме ліберальний консерватизм попередніх підходів[33].

Після ГФК переосмислення глобальної інституційної архітектоніки досягло певного порогового рівня і зрушило процес реформування глобальних інституцій[34]. Перегляду зазнали три вагомих елементи домінуючого підходу докризового періоду. Перший стосувався політики фінансової лібералізації. Другим елементом докризової фінансової архітектоніки, що упродовж 2008–2022 рр. зазнав послідовної трансформації, стало питання можливостей монетарного стимулювання та їх взаємозв’язку із інфляційними процесами.

Упровадження політики кількісного пом’якшення після 2008 р. поширилося на більшість розвинених країн та набуло безпрецедентних на той час обсягів – близько 10 трлн дол. США[35]. Загальні обсяги фінансових програм порятунку під час пандемії перевищили цей рекорд майже утричі, сягнувши у травні 2021 р. 21,5 трлн дол. США[36]. Відсутність закономірної інфляції внаслідок такої емісії похитнуло домінанту інфляційного таргетування і поставило питання щодо адекватності цілей грошово-кредитної політики та меж монетарного стимулювання.

Наслідком цього стало помітне відродження ролі держави в економіці, а центробанків – у фінансуванні державних видатків. Цей перехід від фази державного регулювання 1950–1970 рр. до невтручання і домінування вільного

[32] Buffie E. F., Airaudo M., & Zanna, F. Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries. *Journal of International Money and Finance*. 2018. Vol. 81. P. 159–184.

[33] Dalio R. Why and how capitalism needs to be reformed. *Economic Principles*. 2019, April 5.

[34] Сіденко В.Р. Важкі дилеми оновлення глобальної інституційної архітектоніки. *Економіка України*. 2017. №. 4. С. 6.

[35] Amadeo K., Boyle M. Explaining Quantitative Easing. *The Balance*. 2021, May 21. URL: https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-definition-and-explanation-3305881

[36] Cornish L. Interactive: Who's funding the COVID-19 response and what are the priorities? *Devex.*. 2021, June 1. URL: https://www.devex.com/news/interactive-who-s-funding-the-covid-19-response-and-what-are-the-priorities-96833

ринку у 1980–2000 рр. та нової фази активізації ролі держави після 2008 р. відображено на рис. 1.5 – умовно як перехід від кейнсіанства через монетаризм до нового етапу.

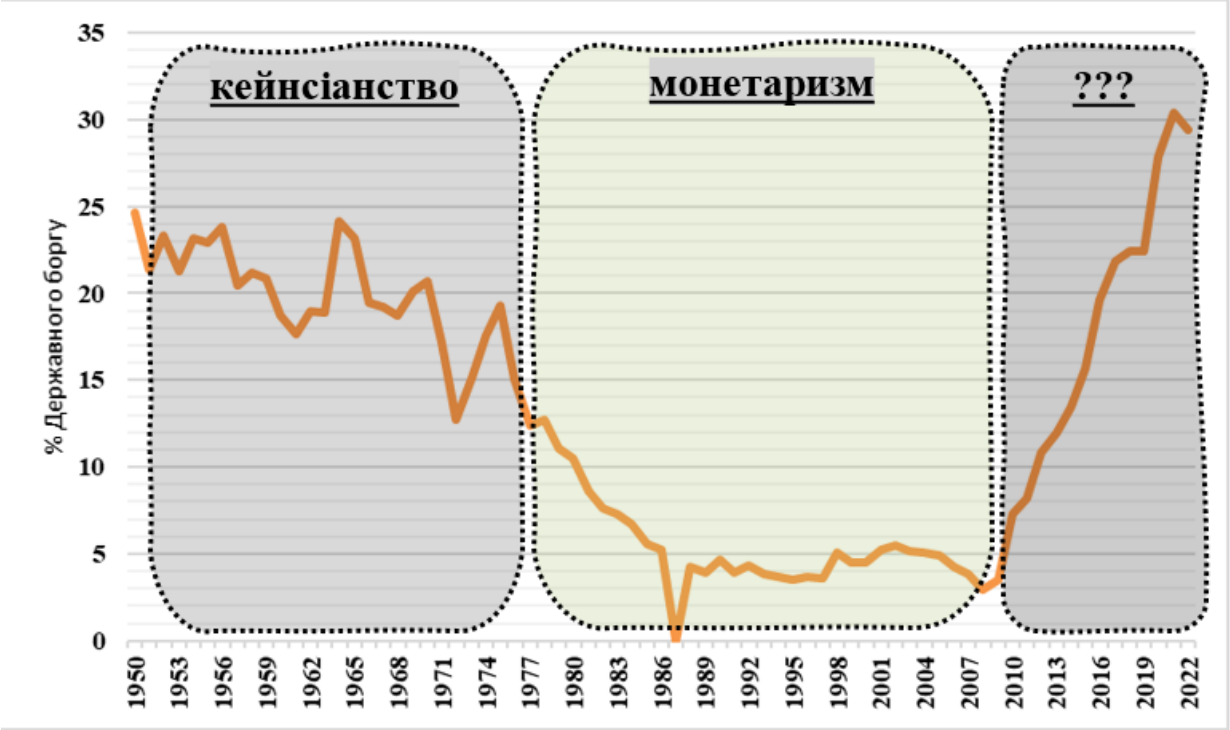

Рис. 1.5. Зміна ролі держави в економіці на прикладі зміни частки державного боргу провідних економік світу на балансі їх центральних банків, %

Джерело: IMF, Debt Monitor Dataset.

Зміни у практиці ГКП після 2008 р. без сумніву позначили перехід до нового етапу монетарного регулювання у світі та ролі в ньому держави. Проте цей етап досі не отримав офіційного визнання. Представники монетарних інститутів вагомої частини держав, зокрема провідних, у рамках попередньої парадигми офіційно продовжують наголошувати на незалежності центральних банків від державної політики та їх обмеженому втручанні в економіку. Такий консерватизм додатково ускладнює детермінацію нового етапу. У широкому сенсі притаманні йому властивості умовно ідентифікують як «нову реальність»[37].

Головним у характеристиці цього етапу є те, що роль держави фактично вже не може бути визнана мінімальною. І це відображає третій елемент змін.

[37] Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності» : монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. Н.М. Шелудько; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2021. 142 с. URL: http://ief.org.ua/docs/mg/357.pdf

Він іще фундаментальніший і принципово стосується питання державного регулювання економічними процесами. Річ у тім, що у докризовий період набула поширення ідея мінімізації державного впливу на економічні процеси, що передбачала спробу забезпечити реалізацію економічних свобод та вивільнення ринкових механізмів саморегулювання.

Натомість саме державні ініціативи та збільшення бюджетних видатків стали дієвими інструментами подолання кризових явищ. Щодо ефективності реалізованих у період 2008–2012 рр. заходів «кількісного пом'якшення» суперечки триватимуть ще довго, але черговий глобальний виклик у 2020 р. примусив спільноту та ринкових учасників закликати державні інституції до активної політики, зокрема і у фінансовому секторі. В рамках перегляду зазначених фундаментальних положень монетарного регулювання найбільшу увагу привертають спроби переосмислення підходів до визначення ефективності режиму інфляційного таргетування щодо необхідності обмежень на рух ТПК та контролю за волатильністю обмінного курсу.

Режим інфляційного таргетування набув поширення у розвиток послідовних спроб балансування монетарної пропозицій за стабільності цін[38]. Раніше для цього використовувалося таргетування грошової маси (монетарних агрегатів), згодом прив'язка валютного курсу. У 1970-ті роки застосування режиму таргетування монетарних агрегатів збіглося за часом із розгортанням інфляційних процесів у країнах економічного ядра, які порушили цінову стабільність.

Закономірно наступним кроком,у 1990-ті роки стало таргетування вже самої інфляції[39]. В межах тогочасних уявлень саме такий режим давав можливість ефективно забезпечувати цінову стабільність[40]. У цей час багато країн із слабкими власними валютами застосовували різні варіації режиму валютного таргетування, оскільки, як правило, саме через неконтрольовану

[38] Кричевська Т.О. Причини вразливості та стійкості конвенційного монетарного режиму гнучкого інфляційного таргетування. *Бізнес Інформ*. 2019. №. 11. С. 67–76.

[39] The inflation-targeting debate / Bernanke B.S., Woodford M. eds. University of Chicago Press, 2005. Vol. 32.

[40] Савченко А., Семенова Ю. Інфляційне таргетування та перспективи його запровадження в Україні. *Економіка України*. 2008. № 7. С. 46–56.

В Україні про запровадження НБУ інфляційного таргетування вперше йшлося в 2001 р. – в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 р.»: «Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції» .

девальвацію ці країни й наражалися на порушення цінової стабільності. Головним недоліком такого режиму вважається втрата монетарного суверенітету, оскілки значною мірою імпортується монетарна політика країн, до валют яких виконується прив'язка.

У 1990-х роках довготривалим глобальним економічним трендом стало уповільнення інфляції. І хоча згодом вдалося встановити, що зниження інфляції мало глобальний тренд і було зумовлено цілою низкою структурних чинників, тоді широкий загал вважав, що головну роль у перемозі над гіперінфляцією відіграв новий режим[41]. Досягнення цінової стабільності і стало новою концепцією монетарної політики в рамках Вашингтонського консенсусу[42]. Консенсусний погляд було сформульовано таким чином, що хоча рівень інфляції в країнах світу в 1990-х роках знижувався незалежно від обраного режиму, в країнах, які запровадили інфляційне таргетування, це відбувалося помітно швидше[43].

Цікаво, що нещодавно П. Кругман звернув увагу на те, що у 1984 р. – тобто до впровадження інфляційного таргетування – інфляція вже перебувала на рівні 3–5% (порівняно з 50% у 1970-х роках). На такому рівні вона залишалася до 1989 р., коли історію інфляційного таргетування розпочала Нова Зеландія[44].

Головна вада режиму інфляційного таргетування стала помітна знову ж таки після ГФК. Вона полягала у тому, що в умовах низької інфляції та нульової ставки центробанки виявилися позбавлені важелів впливу на грошовий ринок і були змушені вдатися до «нетрадиційних» заходів монетарної емісії. При цьому і за економічної стабільності інфляційне таргетування не гарантувало економічного зростання і навіть не допомогло запобігти глобальній фінансовій кризі.

Характерною ознакою відходу від домінуючої на докризовому етапі парадигми монетарного регулювання слугує приклад суттєвого коригування основних засад грошово-кредитної політики Федеральної резервної системи. ФРС за дорученням Конгресу США реалізує мандат забезпечення стабільних цін

[41] Ball L.M., Sheridan N. Does inflation targeting matter? *The inflation-targeting debate*. University of Chicago Press, 2004. P. 249–282.

[42] Кораблін С., Шумська С. Структурна вразливість та фінансова нестабільність України: глобальний контекст. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 4. С. 7–37.

[43] Hu Y. Empirical investigations of inflation targeting. *IMF Working Paper*. 2003. WP 03-6. 42 p.

[44] Krugman P. Wonking out: How low must inflation go. *The New York Times*. 2022, June 3.

і максимальної зайнятості[45]. У 2019–2020 рр. ФРС офіційно здійснила перегляд своєї стратегії грошово-кредитної політики, інструментів та комунікаційної політики і після цього, у серпні 2020 р., представила оновлені засади грошово-кредитної політики[46]. Ключові зміни стосувалися визначальних цілей політики – таргетування інфляції та безробіття.

Згідно з оприлюдненим нового програмним документом ФРС не планувало протидіяти помірному перевищенню інфляційного таргета (у США встановлений таргет – 2%) у середньостроковій перспективі. Пояснювалось це тим, що до цього тривалий час фактичний рівень інфляції тримався значно нижче за таргет. За таких умов усталені інфляційні очікування споживачів опустились нижче за таргет і він не виконував свою функцію – підштовхування до споживання. Такий підхід фахівцями було визначено як «гнучке таргетування середньострокової інфляції»[47].

Аналізуючи причини та наслідки ГФК, головний економіст МВФ О. Бланшар у 2010 р., висловив думку про доречність у періоди швидкого економічного зростання підвищувати таргет у розвинених економіках до 4%, щоб розігнати середній рівень інфляції та розширити простір для зниження ключової ставки на випадок наступної рецесії[48]. У наступній роботі «Rethinking Macro Policy II: Getting Granular» (2013) О. Бланшар доповнює висловлені ідеї обґрунтуванням доцільності використання макропруденційного інструментарію.

Водночас наочна слабкість цього режиму полягає в тому, що у випадках загрози рецесії при зростаючому показнику інфляції,підвищення процентних ставок неможливе, оскільки може спровокувати інфляцію або навіть банківську кризу. Підтвердженням цього стало банкрутство у березні 2023 р. великого банку Silicon Valley Bank із понад 100 млрд дол.. США активів на балансі.

Саме тому хоча у 2021–2022 р. рівень інфляції у США значно зріс (у 2022 р. становив 6,5%[49]), проте запровадження необхідних рестрикційних заходів на тлі

[45] Стратегія монетарної політики була ухвалена ФРС у 2012 року, коли її очолював Бен Бернанке. В кінцевому оновленому варіанті Стратегія була прийнята 27 серпня 2020 року.

[46] Fed Chair Jerome Powell announced the new framework in a speech on Aug. 27, 2020, at the Kansas City Fed's economic policy symposium in Jackson Hole, Wyo. Also see the FOMC's latest «Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy».

[47] Bullard J.B. The Fed's New Monetary Policy Framework One Year Later. *The Regional Economist*. 2021. URL: https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2021/fed-monetary-policy-framework

[48] Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy. What Have We Learned? Macroeconomic Policy After the Crisis / International Monetary Fund. 2010. SPN/10/03.

[49] Дані U.S. Bureau of Labor Statistics. URL: https://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf

очікуваної рецесії було дуже небажаним. Тому ФРС і Комітет з відкритих ринків були змушені формально понизити статус інфляційного таргету в середньостроковій перспективі[50]. На додаток до цього і ЮНКТАД у Доповіді про торгівлю і розвиток за 2022 р.[51] закликала провідні країни утриматися від підвищення ставок, оскільки в поточних умовах їх підвищення може перетворити існуючу стагнацію на рецесію. За існуючих обставин така рецесія матиме набагато складніші наслідки, ніж ГФК.

Як альтернативу підвищенню процентних ставок ООН пропонує адміністративний контроль за зростанням цін. Це додатково підкреслює проблематичність існуючого підходу до проведення ГКП на базі режиму ІТ. Більше того, низка досліджень показує, що саме спроби впливати на економіку в рамках ідеології та функціоналу ІТ відіграють роль драйвера кризових явищ. Та, у США встановлено щільний зв'язок між спробами пожорсткішання монетарної політики ФРС та рецесіями 1970 р., 1981 р. і 2008 р.[52].

Окрім послаблення домінанти інфляційного таргетування, помітна трансформація підходів до необхідності контролю за потоками капіталу та обмеження волатильності обмінного курсу. Перегляд цих положень уже знайшов своє втілення в офіційних документах або публікаціях провідних міжнародних фінансових організацій.

Зміна поглядів щодо необхідності контролю за транскордонними потоками капіталу, як зазначалось вище, зумовлена їх вагомим негативним впливом унаслідок коливання. Надмірна волатильність ТПК проявляється через зменшення довжини хвилі їх припливу та відпливу[53], зростання амплітуди та більш різкі зміни напрямів руху[54].

Саме на такі особливості сучасного характеру руху ТПК звертають увагу не лише науковці, а й представники міжнародних інституцій, наприклад, МВФ,

[50] Показано можливість пом'якшення домінанти інфляційного таргету при розширенні горизонту його досягнення.

[51] Trade and Development Report 2022 / UNCTAD. 2022, October. URL: https://unctad.org/publication/trade-and-development-report-2022

[52] Kurov A. The Fed has to choose between generational inflation or the first banking crisis since 2008, finance professor says. *Fortune*. 2023, March, 20.

[53] Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2019. No. w25890. 21 p. P. 2.

[54] Вирішення системних питань: підвищення злагодженості та узгодженості багатосторонньої політики у сфері фінансів, інвестицій, торгівлі та розвитку / UNCTAD. Женева, грудень 2020. С. 4.

UNCTAD або Банку міжнародних заощаджень[55]. Актуальний погляд цих установ щодо переважного впливу волатильності ТПК містить викладено у виступі голови Банку Англії М. Керні на зібранні Інституту міжнародних фінансів у 2019 р. у м. Токіо. Зокрема, він відзначив, що хвилі надходжень ТПК в економіки, що розвиваються, як правило, раптово закінчуються, посилюючи в таких економіках внутрішні дисбаланси та перетворюючи їх на більш вразливі до зовнішніх шоків. Відтак зменшення нестабільності руху ТПК – колективне завдання, вирішення якого дозволить відновити роль іноземних інвестицій та відповісти на виклики нинішнього часу[56].

Крім неоголошеної практики керування валютним курсом та впровадження заходів з його стабілізації, помітні зміни в риториці офіційних інституцій, які дають підстави очікувати відходу від домінанти вільного курсоутворення. Наразі й МВФ визнає, що хоча гнучкий обмінний курс може пом'якшити шок від зміни характеру руху ТПК, він все ж не забезпечує достатній захист економіки, особливо в умовах порушення доступу до світових ринків капіталу[57], що і спостерігалося в умовах пандемії.

Зрозуміло, що, крім різких коливань валютного курсу, негативні наслідки раптових сплесків припливу та втеч ТПК обумовлює ціла низка чинників. Це й особливості демографії, бюджетної політики, зовнішня заборгованість, фінансова глибина, рівень доходів населення та фінансової відкритості. Проте головну загрозу для малих відкритих економік від раптових сплесків та втеч потоків капіталу втілює коливання курсів національних валют, яке може відбуватись і всупереч наявним процесам у реальному секторі економіки. Навіть економіки країн із низьким рівнем державного боргу, темпів інфляції та достатніми обсягами міжнародних резервів зазнавали стрімкої девальвації або небажаного зміцнення національної валюти через неконтрольований відплив або приплив капіталу.

[55] Bank for International Settlements. 85th Annual Report. 1 April 2014 – 31 March 2015. Basel. P. 94. URL: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.pdf

[56] Pull, Push, Pipes: Sustainable Capital Flows for a New World Order.Speech given by Mark Carney Governor of the Bank of England Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo 6th June 2019. URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/pull-push-pipes-sustainable-capital-flows-for-a-new-world-order-speech-by-mark-carney.pdf

[57] Adrian T., Gopinath G., Pazarbasioglu C. Navigating Capital Flows - An Integrated Approach. *IMF blog*. 2020. URL: https://blogs.imf.org/2020/12/09/navigating-capital-flows-an-integrated-approach/

Згідно з твердженням Г. Рей[58] саме той факт, що глобальний фінансовий цикл керує рухом ТПК, а вони, у свою чергу, визначають внутрішні фінансові умови незалежно від монетарної політики національних регуляторів, і ставить актуальність «трилеми» під сумнів. Подібне висловлюється й на рівні керівництва ЄЦБ. Зокрема, у виступі Ф. Лейна на конференції в Університеті Каліфорнії було відзначено, що країни-позичальники на зовнішніх ринках зазнаватимуть втрат унаслідок того, що монетарна політика у країнах – емітентах резервних валют стала більш жорсткою. У цьому випадку зростатимуть як вартість обслуговування зовнішнього боргу, так і вартість нових запозичень[59]. Таким чином зміни у монетарній політиці США визначають і потенціал економічної політики в малих відкритих економіках.

За таких умов національні монетарні регулятори опиняються в рамках дилеми: вільний рух капіталу або незалежна монетарна політика. Відтак логічним і природним видається впровадження заходів контролю за рухом ТПК та обмеження волатильності валютного курсу для забезпечення дієвості монетарного регулювання.

Природність такої тенденції – не голослівне припущення. Наприклад, Б. Айхенгрін пропонує розглядати перехід від фіксованого до плаваючого курсу національної валюти, що неодноразово спостерігався в історії монетарних систем як цілком природнй процес еволюції економічних відносин відповідно до циклів їх глобалізації[60].

Хоча центральне місце у проблематиці монетарного регулювання на нинішньому етапі все ще займає показник інфляції, ефективність цього режиму монетарної політики викликає дедалі більшу дискусію як на глобальному рівні, так і у розрізі груп економік. Попри це потрібно зазначити, що практика обмеження негативних наслідків надмірних коливань курсу національної валюти (тобто фактично – забезпечення стабільності національної грошової одиниці) не суперечить теоретичним положенням політики інфляційного таргетування, швидше навпаки – досягнення інфляційного таргету за посиленої волатильності обмінного курсу є практично неможливим. Можливості

[58] Rey H. 2013. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence / Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium. P. 285–333.

59 Philip R. Lane Globalisation and monetary policy. Speech by the Member of the Executive Board of the ECB, at the University of California. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191001~b4d59257ea.en.html

[60] Eichengreen B. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. Princeton University Press, 2021. P. 3–33.

досягнення інфляційного таргету збільшуються за умови збалансованого торговельного балансу, використання валютних інтервенцій для стабілізації національної валюти.

В теоретичному дискурсі така теза поки що звучить досить обережно, але на практиці вона знаходить дедалі більше підтвердження. Для прикладу можна звернути увагу, що, реалізуючи політику інфляційного таргетування, центробанки Канади, Австралії, Данії як допоміжну ціль передбачають стабільність національної грошової одиниці. У мандаті Банку Англії ця ж ціль сформульована як «забезпечення впевненості у національній валюті»[61]. Тому на практиці це питання швидше дискутується у площині ідентифікації потреб, ступеня та форм заходів, спрямованих на забезпечення стабільності національної валюти.

Результати наукових досліджень показують, що після 2008 р. країни дійсно приділяють більше уваги забезпеченню стабільності валютного курсу. В цьому сенсі значний інтерес представляє запропонований Дж. Айзенманом та ін.[62] метод визначення пріоритетів монетарного регулювання в системі все тієї ж «трилеми», на підставі аналізу монетарних характеристик широкого переліку країн. Він визначає показники рівня монетарної незалежності, стабільності валютного курсу та свободи руху потоків капіталу – тобто фінансової відкритості економіки.

При цьому рівень монетарної незалежності країни обраховується як величина, обернена до виявленого кореляційного зв’язку між процентними ставками у країні, що досліджується, та базовій країні порівняння. Показник стабільності валютного курсу визначається на основі обрахунку відхилення значень обмінного курсу в країні, що досліджується, та базовій країні порівняння. Показник фінансової відкритості визначається за індексом відкритості рахунку операцій з капіталом KAOPEN, розрахованого на основі даних звіту AREAER від МВФ. Більші значення перерахованих показників означають відповідно вищий рівень монетарної незалежності, стабільності обмінного курсу та фінансової відкритості.

На основі даних за останні чотири десятиліття було визначено, що малі відкриті економіки можуть здолати кризову фазу економічного циклу з

[61] Gagnon J. Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy / Peterson Institute. 2011.

[62] Aizenman J., Chinn M., Ito H. Notes on the Trilemma Measures. 2016. URL: http://web.pdx.edu/~ito/ReadMe_trilemma_indexes2014.pdf

меншими втратами ВВП у випадку, якщо вони увійшли до неї з відносно більш стабільним обмінним курсом. Річ у тім, що потенціал коливання валютного курсу в малих відкритих економіках набагато вищий, ніж у розвинених, і його складніше вгамувати лише зміною процентних ставок.

Саме тому країни, що розвиваються, частіше знижують рівень монетарної незалежності та фінансової відкритості, але підвищують рівень стабільності валютного курсу. На думку Дж. Айзенмана та ін., цей висновок вказує на те, наскільки країни, що розвиваються, вразливі по відношенню до нестабільних потоків капіталу.

Окрім таких висновків, кількісний аналіз змін композиції пріоритетів монетарного регулювання у рамках «трилеми» дозволяє проаналізувати характер розвитку монетарного регулювання на докризовому та посткризовому етапах і виокремити тенденцію переходу від відносно збалансованої композиції монетарного регулювання до яскраво вираженого пріоритету фінансової відкритості (рис. 1.6):

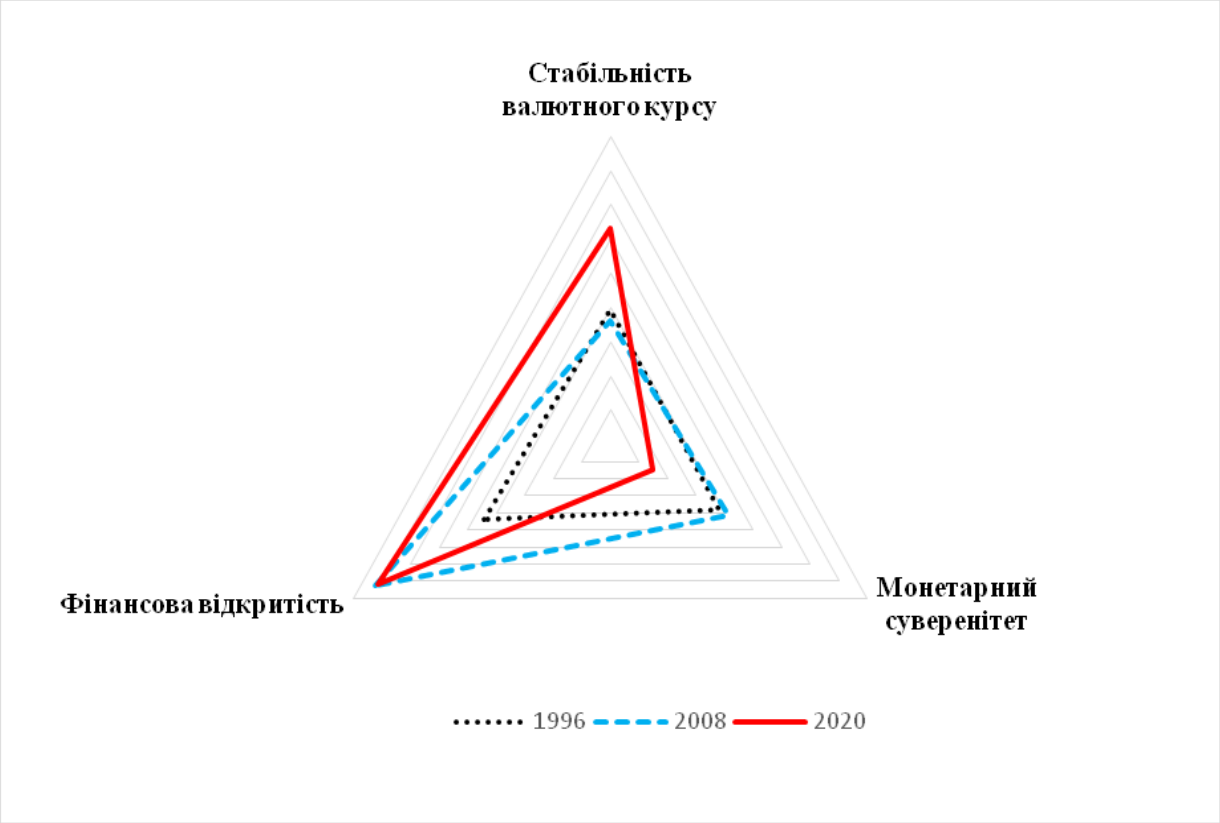

Рис.1.6. Зміна композиції монетарного регулювання в країнах ЦСЄ представлена у рамках трилеми Манделла – Флемінга, *індекси*

Джерело: Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. *National Bureau of Economic Research Working Paper.* 2018. No. w24286. 60 p.; Heider F., Saidi F., Schepens G. Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32. No. 10. P. 3728–3761.

Слід додати, що після початку ГФК показник стабільності валютного курсу для більшості економік, що розвиваються, збільшився у 1,5 раза. Показники монетарної незалежності (суверенітету) та фінансової відкритості скоротились незначним чином.

За цих умов для малих відкритих економік, до групи яких належить і Україна, постає завдання модернізації монетарної складової економічної політики відповідно до сучасних світових тенденцій. Основними моментами, на які потрібно звернути увагу, виступають:

1) *актуалізація регуляторного впливу на економічні процеси із пріоритетом підтримки та стимулювання економічного зростання*. При цьому потрібно зважати, що для України – як малої відкритої економіки – критичним елементом стимулюючої макроекономічної політики є урівноваження обсягів емісії стабільним джерелом припливу іноземної валюти. Інакше, за відсутності розвинених фінансових ринків та інструментів, а також власного промислового виробництва, емітовані кошти профінансують попит на споживчі товари та імпортовану продукцію. Наслідком стане інфляція та девальвація і поглиблення подвійного дефіциту.

З іншого боку, просте накопичення валютних резервів без супутнього розширення монетарної пропозиції у національної валюті лише збільшує обсяги непродуктивного капіталу в національній економіці. Альтернатива цьому – балансування накопичених резервів розширенням монетарної пропозиції у формі цільових кредитів. Важливим також є посилення інституційної спроможності національного регулятора шляхом імплементації ІТ-новацій у сфері монетарної та комунікаційної політики;

2) *убезпечення від ризиків непродуктивного впливу заходів монетарного стимулювання, що здійснюються органами країн економічного ядра*. Оцінка параметрів макроекономічної динаміки України, характеристик її фінансового сектора свідчить про високі ризики розгортання буму споживчого кредитування, утворення цінових дисбалансів на ринку нерухомості та посилення торговельного дефіциту у випадку раптового припливу великих обсягів іноземного капіталу після появи ознак позитивної економічної динаміки в Україні. Такий характер припливу іноземного капіталу з високим рівнем імовірності призведе до реалізації зазначених ризиків без можливості їх попередження в умовах наявної політики валютної лібералізації. Крім

використання інструментів макропруденційної політики, потрібно розглядати можливість запровадження політики контролю за потоками капіталу;

3) *недопущення розгортання неконтрольованого дезінтеграційного процесу*. Попри тимчасовість деглобалізаційного характеру процесів, що супроводжують період економічної рецесії після 2008 р., у разі їх продовження та поглиблення нерівності між групами економік процес глобалізації може зазнати тривалої заморозки. Тому важливим є поширення глобальних регуляторних ініціатив, покликаних убезпечити малі відкриті економіки від ризиків зовнішніх фінансових шоків та захистити їх інтереси у складних інтеграційних процесах. Уже зараз вони закладають потужну фундаментальну основу для подальшої більш продуктивної економічної інтеграції.

Таким чином проаналізовані тенденції підтверджують, що ГФК започаткувала, а пандемія COVID-19 у 2020 р. поглибила трансформацію підходів до визначення цілей та інструментів монетарної політики у різних країнах світу. Основними наслідками цього процесу, що наразі проглядаються, є відхід від пріоритету інфляційного таргету, розширення монетарної пропозиції з поступовою переорієнтацією на програми цілеспрямованого фінансування економічного розвитку.

Підвищення ефективності монетарної політики за такого контексту відбуватиметься через розширення контролю за фінансовими операціями у сфері руху транскордонних потоків капіталу, відповідного удосконалення інструментарію забезпечення фінансової стабільності, а також посилення взаємодії з фіскальними органами влади. Рух у цих напрямах серед іншого спонукатиме монетарні органи до імплементації макропруденційної політики. Функціонал цієї політики забезпечує можливості такої взаємодії, а також регулювання параметрів фінансових операцій в інтересах усунення системного ризику фінансової нестабільності.

Розділ 2
ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Розроблення методики оцінки ефективності грошово-кредитної політики (ГКП) ускладнена низкою чинників. Традиційні методики за принципами рентабельності або економічних витрат для оцінки ефективності ГКП не підходять, оскільки прибуток не є головною метою державної політики. Так само оцінка ефективності через рівень витрат не може бути застосована до політики центрального банку. Кінцеві цілі ГКП, орієнтовані на стабільність фінансового сектора і підтримку розвитку економіки, без їх досягнення не можна зіставляти з вартістю інструментів або заходів монетарної політики. В такому контексті складно формалізувати кількісні параметри оцінки ефективності грошово-кредитної політики.

2.1. Проблеми оцінки ефективності ГКП в умовах глобальної дестабілізації

Грошово-кредитна політика є однією з видів державної політики, що реалізується в інтересах виконання державою своїх функцій у сфері економічних відносин. В узагальненому вигляді наявні визначення змісту ГКП не мають принципових відмінностей щодо об’єкта – грошово-кредитних відносин, вужче – грошової пропозиції. Суб’єкт також визначається досить подібно, з урахуванням національної специфіки. Проте щодо цілей, форм та методів такої одностайності у визначеннях немає, – навпаки, тут вони сильно відрізняються[63].

Спектр визначень ГКП широкий – існують як лаконічні версії, наприклад: «рішення, прийняті центральними банками для впливу на вартість і доступність грошей в економіці» (ЄЦБ)[64] або «регулювання грошової пропозиції для отримання інфляції та приросту ВВП у певній пропорції» (МВФ)[65], так і більш

[63] Михальський Ю.А. Поняття грошово-кредитної політики. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2017. Вип. 46, Т. 1. С. 171–173.
64 What is monetary policy? / ECB. 2015. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html
[65] Mathai K. What is monetary policy. *Finance & Development.* 2009. T. 46. P. 46–47.

детальні, наприклад: «комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення цінової стабільності шляхом використання інструментів грошово-кредитної політики» (НБУ)[66]. Не заглиблюючись у герменевтику, зазначимо, що ключові відмінності у тлумаченні терміна ГКП передусім залежать від обраної базової концепції монетарного регулювання і цілей ГКП, законодавчо визначених або офіційно задекларованих регулятором певної країни.

Ефективність ГКП не можна ототожнювати із ефективністю економічної політики, оскільки на економічну динаміку впливає багато чинників немонетарного характеру. Тому й окремі параметри економічної динаміки або макроекономічні показники об'єктивно не відображатимуть ефективність ГКП на концептуальному рівні або апостеріорі. Як показує практика сучасних наукових досліджень у галузі фінансів, аналіз грошово-кредитної політики повинен включати не лише систему показників, а більшою мірою зміст процесів, які обумовлюють зміну показників.

Водночас реалізація грошово-кредитної політики не може бути спрямована лише на забезпечення стабільності грошової одиниці поза кінцевим орієнтиром на сприяння розвитку економіки. Тому більшою мірою оцінка ефективності ГКП повинна відштовхуватися від успішності формування потенціалу економічного зростання. Тоді існуватимуть об'єктивні підстави для запровадження принципу відповідальності регулятора за проведення ГКП. Подібним чином формується ієрархія критеріїв оцінки її ефективності. Саме оцінка ефективності з допомогою критерію досягнення встановлених цілей зніматиме суперечність вимог суспільства і відповідальності регуляторів.

Щоправда в рамках такого підходу виникає певна складність, оскільки оцінюючи ефективність грошово-кредитної політики як діяльності регулятора, потрібно орієнтуватися лише на ті цілі ГКП, що визнані регулятором офіційно. Водночас, окрім офіційних або проголошених центральним банком, можуть переслідуватись і не оголошені цілі, зокрема ті, що є об'єктивно необхідними для розвитку економіки. За аналогією з монетарними правилами[67] такі цілі можна умовно означити як експліцитні (офіційні) та імпліцитні (неофіційні).

---

[66] Закон України «Про Національний банк України», документ 679-XIV від 1.02.2023 р., зміни визначення ГКП № 1811-IX від 19.10.2021 р.

[67] Козьменко С.М., Савченко Т.Г. Формування експліцитного правила монетарної політики для національної економіки. *Вісник Національного банку України*. 2013. № 4. С. 51–54. С. 54.

Тому для оцінки ефективності ГКП із позиції використання її потенціалу для впливу на розвиток національної економіки необхідно розглядати не лише офіційно визнані, а й імпліцитні цілі, а також ті, що є об'єктивно необхідними для розвитку економіки. З цієї причини комплекс об'єктивно визначених цілей ГКП повинен бути затвердженим на законодавчому рівні на підставі консенсусу фінансових та економічних органів держави.

Відповідно в цій монографії ефективність ГКП розглядається як результативність регуляторних заходів у монетарній сфері щодо повного і швидкого досягнення цілей не лише офіційно визнаних, а й таких, що є об'єктивно необхідними для стабільного функціонування грошово-кредитної системи і розвитку національної економіки.

Попередньо доцільно проаналізувати розвиток теоретичних підходів до встановлення ієрархії цілей ГКП та реальну практику. Для цього застосуємо системно-функціональний метод, який підходить для дослідження змін динамічних систем під впливом регуляторної політики. Такий метод використовується, коли трансформація досліджуваного об'єкта пов'язана зі змінами більш загального цілого, в якому досліджуваний об'єкт становить складову частину, або у разі необхідності з'ясування того, як зміна однієї частини цілого пов'язана зі зміною інших частин цього цілого[68].

Важливість поєднання системних та функціональних компонент методу аналізу при дослідженні грошово-кредитних систем і політики з їх регулювання випливає з необхідності встановлення взаємозв'язків між різними елементами системи в комплексі економічних відносин.

Найвищий рівень ієрархії цілей центробанків становить стратегічна (кінцева) ціль. Загалом до цієї групи відносять такі різновиди цілей, як: стабільність національної валюти, цінову стабільність, повну зайнятість, економічне зростання, стабільність фінансових ринків[69].

На другому рівні визначаються проміжні цілі. Як правило, це економічні змінні, якими центральний банк може керувати з розумним часовим лагом і з відносною точністю. Такі змінні повинні перебувати у відносно стабільному або принаймні передбачуваному взаємозв'язку з кінцевою ціллю ГКП, проміжною

[68] Кустовська О.В. Методологія системного підходу та наукових досліджень. Тернопіль: Економічна думка, 2005. С. 5–15.

[69] Walsh C. Goals and rules in central bank design. *International Journal of Central Banking*. 2015. Vol. 11, No.1. P. 295–352.

ціллю серед яких є провідний індикатор[70]. Типовою проміжною ціллю довгий час були грошові агрегати, обмінний курс або деяка середньо- чи довгострокова процентна ставка. Популярність концепції проміжної цілі починаючи з 1990-х років зменшилася. Наразі більшість попередніх проміжних цільових показників розглядаються як індикатори, але вони не є керованими елементами грошово-кредитної системи. Можна сказати, що місце проміжної цілі переважно зайняв інфляційний таргет.

У процесі масштабного переходу до інфляційного таргету решта оперативних цілей у видозміненому вигляді була понижена до ролі операційних цілей. Операційна ціль ГКП – це економічна змінна, яку центральний банк може значною мірою контролювати на щоденній основі за допомогою своїх інструментів. Це змінна, щодо якої комітет центрального банку з питань монетарної політики приймає рішення фактично на кожному зі своїх засідань. Сюди входять норми обов’язкових резервів, грошова база, процентні ставки, валютний курс. Вибір операційної змінної залежить від вибору проміжної цілі.

Отже, в зв’язку з тим, що центральний банк не в змозі досягти кінцевої мети безпосередньо, він діє опосередковано через таргетування проміжних цілей, на які вливає через оперативні. При цьому як ключовий показник ефективності центрального банку слід розглядати не лише досягнення кінцевих цілей. Результативність політики центробанку може бути оцінена і на рівні проміжних або оперативних цілей в коротко- або середньостроковому періоді.

Загалом цільовий підхід дає достатній вихідний базис для побудови комплексної оцінки ефективності ГКП, з урахуванням широкого спектра проявів успішності ГКП. Водночас побудова оцінки ефективності ГКП на базі цільового підходу потребує критичного аналізу концептуальних основ цілепокладання.

Сама концептуалізація сучасної грошово-кредитної політики відбувається у дихотомії кейнсіанського та монетаристського підходів регулювання економіки з помітним переважанням останнього. У загальному вигляді кейнсіанство і монетаризм втілюють два фундаментальних напрями економічної теорії і торкаються багатьох аспектів економічних відносин. У монографії ці течії розглядаються у звуженому контексті їх найбільш сучасних підходів до грошово-кредитної політики.

[70] Bindseil U. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. *ECB Working Papers*. 2004. No.72. 46 p.

З цього погляду ключова різниця між кейнсіанською і монетаристькою концепціями грошово-кредитної політики полягає у визначенні ролі монетарних важелів у системі макроекономічного регулювання[71]. В рамках кейнсіанського підходу регулювання макроекономічної динаміки виключно монетарними інструментами визнається неефективним, оскільки в системі грошово-кредитних відносин немає стійких зв'язків, а швидкість обертання грошей складно передбачити. Відтак переважну роль відіграє збільшення або зменшення обсягу грошей в обігу. Відповідно держава повинна мати можливість збільшувати видатки бюджету, а грошово-кредитна політика повинна цю можливість забезпечувати. Серед інструментів центрального банку для цього головна роль відводиться кредитуванню уряду, збільшенню кредитних ресурсів у розпорядженні комерційних банків, а також зниженню ключової ставки.

На відміну від цього, в рамках монетаристського підходу передбачається, що існує пряма залежність між ставкою процента, вартістю грошей і економічною активністю, а вплив фіскальної експансії не може бути ефективним, оскільки у довгостроковому періоді грошова маса нейтральна і не чинить впливу на економіку[72]. Спираючись на кількісну теорію грошей, монетаристська парадигма відштовхується від того, що грошова маса ендогенна і її обсяг визначається ринковими механізмами попиту та пропозиції. Лише неконтрольована інфляція, зумовлена, як правило, надлишковою емісією або іншим втручанням держави, порушує саморегулівну природу ринку («жодний уряд не може бути мудрішим за ринок…»[73]).

Зважаючи на це, для стимулювання макроекономічної активності за монетаристського підходу для регулювання активності достатньо змінювати ключову процентну ставку[74]. І для того, щоб вона діяла ефективно, в рамках грошово-кредитної політики передусім потрібно забезпечити стабільність цін, щоб їх непередбачувані зміни не спотворювали ринкових механізмів.

Хоча останнім часом спостерігається певна конвергенція ключових цілей кейнсіанського та монетаристського підходів у монетарному регулюванні,

[71] Данилишин Б. Монетаризм і роль центральних банків: від загальносвітових теорій до української практики. *Дзеркало тижня*. 2017, 4–10 лютого. № 4.

[72] Jahan S., & Papageorgiou C. What is monetarism. *Finance and Development.* 2014. Vol. 51, No. 1. P. 38–39.

[73] Friedman M. Dollar and deficits. Prentice-Hall, 1968. 279 p.

[74] Петрик О. та ін. Інфляція та інфляційні очікування в умовах суттєвих невизначеностей. *Socio-economic relations in the digital society*. 2018. № 3 (33). С. 17–24.

останній все ще зберігає свої позиції як мейнстриму періоду Вашингтонського консенсусу, зокрема в Україні[75]. Відповідно на нинішньому етапі визнаний розподіл пріоритетів головних цілей грошово-кредитної політики такий: стабільність цін, фінансова стабільність, сприяння економічному зростанню[76].

Центральні банки світу наразі переважно визначають свій мандат як забезпечення цінової стабільності за допомогою режиму інфляційного таргетування. Лише серед другорядних, підпорядкованих цілей можна зустріти згадку про дію в інтересах економічного зростання. Так, зі 135 досліджених центральних банків 70 наділені повноваженнями прямо чи опосередковано, через ціль політики уряду – підвищувати стійкість економічного зростання або стійкість загалом. Повноваження інших 65 центральних банків ані прямо, ані опосередковано цілі сталого розвитку не містять[77].

З пріоритетом цінової стабільності побудовано механізм ГКП і НБУ (рис. 2.1).

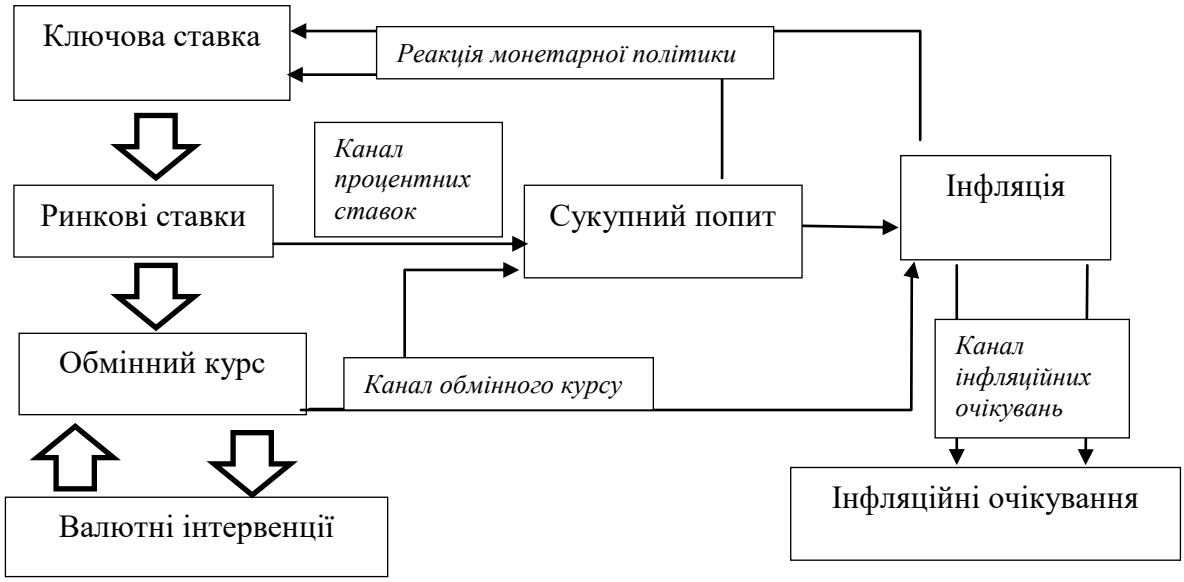

Рис. 2.1. Схема трансмісійного механізму грошово-кредитної політики НБУ

Джерело: Monetary policy strategy / The SNB. URL: https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t2

[75] Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків / НАН України, ДУ «Ін-ст екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. С. 134–135.

[76] Clift B. The hollowing out of monetarism: The rise of rules-based monetary policy-making in the UK and USA and problems with the paradigm change framework. *Comparative European Politics*. 2020. Vol. 18, No. 3, P. 281–308.

[77] Dikau S., Volz U. Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. *Ecological Economics*. 2021. Vol. 184. P. 107022.

Серед інших центральних банків підтримку як цілі стабільності національної валюти зазначає Банк Англії («підтримувати стабільність цін і (b) відповідно до цього підтримувати економічну політику уряду Її Величності, включаючи його цілі щодо зростання та зайнятості»)[78]. Реалізацію політики уряду декларує Катар. На рівні з ціновою стабільністю підтримку політики розвитку декларує Національний банк Швейцарії: «Національний банк проводить грошово-кредитну політику, що відповідає інтересам країни в цілому. Це має забезпечити стабільність цін. При цьому він належним чином враховує розвиток економіки»[79]. Співвідношення ключових параметрів ГКП за різних режимів представлено у табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Співвідношення ключових параметрів грошово-кредитної політики

Ціль	Інфляційне таргетування	Монетарне таргетування	Валютне таргетування	Комплексна політика
Цінова стабільність	+	+	+/–	+
Фінансова стабільність	–	–	+	+
Економічне зростання	–/+	+	–/+	+
Стабільність національної грошової одиниці	+/–	–/+	+/–	+

Джерело: складено автором.

Зазначені особливості цілепокладання центробанків світу ще раз підкреслюють наявність затвердженої домінанти цінової стабільності на базі режиму інфляційного таргетування. Водночас одним із вагомих чинників, що обмежують її ефективність, слід визнати те, що з точки зору цілепокладання режим інфляційного таргетування не оперує реальною ціллю. Інфляційний таргет, попри свою назву, не визначається як кінцева, безумовна ціль, а є орієнтиром, причому здебільшого для споживачів, а не для регулятора. Його характер декларативний, і його функція коригування поведінки споживачів реалізується саме на етапі проголошення.

Ще на початку поширення режиму інфляційного таргетування у світі М. Кінг (голова Банку Англії у 2003–2013 рр.) зазначав, що ІТ не є конкретним

[78] Bank of England. URL: https://www.bankofengland.co.uk/
[79] Monetary policy strategy / The SNB. URL: https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t2

інструментом реалізації ГКП. Його слід розглядати як універсальну форму, що включає низку режимів та інструментів реалізації ГКП[80]. Водночас запровадження режиму інфляційного таргетування на початку 1990-х років було пов'язано саме з ціллю опанування або запобігання нищівній інфляції, що у 1970–1980-х роках нанесла шкоду багатьом країнам світу.

Таку метаморфозу цільового наповнення режиму можна пояснити зміною характеру викликів, що постали перед різними країнами, а саме проблемою забезпечення економічного зростання та фінансової стабільності[81]. Виявилося, що подолати ці виклики за допомогою інструментарію, який застосовується лише для режиму інфляційного таргетування, неможливо.

Інфляція є лише однією з низки проблем, які постали перед центральними банками. Економічні умови, що швидко змінюються, залишають ГКП менше простору для маневру, тоді як структурні виклики – від геополітичної фрагментації до появи цифрових грошей – значно ускладнюють вирішення завдань грошово-кредитної політики[82]. Шоки лібералізованих фінансових ринків виявилися занадто потужними для такого тонкого монетарного інструменту, як ключова ставка, а природа інфляції не обмежилась лише сферою пропозиції кредитних ресурсів[83].

На доказ недостатньої ефективності зазначеного вище підходу можна навести зауваження О. Бланшара. У статті «Переосмислюючи макроекономічну політику» О. Бланшар та його співавтори обережно виносять на повістку дня потребу концептуального перегляду попереднього монетарного курсу[84]. Зокрема, йдеться про необхідність перенесення фокусу регулювання з мікро- (окремих інститутів) на макрорівень (фінансові ринки) та обґрунтовано обмежений функціонал існуючих видів монетарної політики.

Пізніше він же зазначив, що монетарна політика впливає на ВВП не у середньостроковому або довгостроковому періодах, а у короткостроковому. Будь-яке збільшення темпів зростання грошової маси врешті-решт викликає

[80] King M. The inflation target five years on. Lecture delivered at the London Schools of Economics, 1997, 29 October.

[81] Clement D. Interview with Robert Solow. *The Region* / Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2002, September. P. 24–34.

[82] Bhatt G. New worries for central bankers. *Finance & Development*. 2023, March. P. 2.

[83] Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків / НАН України, ДУ «Ін-ст екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. 308 с.

84 Rethinking Macroeconomic Policy with Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro. *JMCB*. 2010. Vol. 42, supplement s1.

зростання інфляції. Фіскальна же політика має вплив на ВВП на всіх горизонтах планування. Проте бюджетний дефіцит чинить вплив у короткостроковому періоді, але не у середньостроковому, а у довгостроковому періоді знижує нагромадження капіталу[85].

Тим самим визнається недостатня ефективність ГКП у рамках монетаристського підходу. Через це доводиться вдаватися до інструментів фіскальної політики, що має більш вагомий вплив на макроекономічну динаміку, чого монетаристи раніше уникали. Водночас заклик до концептуального перегляду має застереження проти порушення власне концептуальних основ попереднього курсу: основними кінцевими цілями монетарної політики, на думку О. Бланшара, так само залишаються стабілізація випуску та інфляції. Зберігається гіпотеза природного рівня безробіття та безальтернативності балансу між цілями стабілізації випуску та інфляції.

Додатковою, хоч і непрямою, вадою мейнстримного підходу виступає штучне звуження науково-дослідної думки через декларацію переваг одної цілі – одного інструменту. В такій моделі залишаються лише дві ключові змінні – обсяг грошової маси і ключова ставка. Як зазначалося вище, в рамках монетаристського підходу передбачається, що грошова маса ендогенна, тобто не піддається регулюванню. Відтак залишається лише одна змінна – ключова процентна ставка або її похідні.

Проте із визначенням оптимального рівня процентної ставки існують неабиякі труднощі. Передусім види процентних ставок достатньо різноманітні та по-різному впливають на ринок, а сам центральний банк може видавати кредити за ставкою, що відрізняється від ключової. Апробовані ж формули їх розрахунку стосуються, як правило, варіацій базових ставок. Різноманітні формули визначення цілей за процентними ставками дуже складні, особливо ж їх сучасні варіанти.

Звідси випливає, що методика розрахунку ставок досить далека від практичного застосування. Навіть попри застосування комбінованих прогнозів на підставі комплексу економетричних моделей з урахуванням їх історичної якості. Як приклад, на практиці при прийнятті рішень керівництвом НБУ модельні симуляції «доповнюють експертними судженнями, оскільки не завжди весь масив аналізованої інформації можна формально відобразити в

[85] Бланшар О. Макроэкономика / пер. с англ.; научн. ред. перевода Л.Л. Любимов. Москва: ВШЭ, 2015. С. 619–620.

економетричних моделях»[86]. Саме тому на практиці рішення про рівень ставок приймаються не технічно, а шляхом голосування з огляду на побічні ефекти.

Крім цього, процентні ставки визначаються з метою певного впливу на інфляцію. Проте на практиці інфляцію можливо розрахувати лише в еталонних умовах, які часто порушуються. Сукупна інфляція є сумою двох факторів: монетарної інфляції, якою центральний банк може управляти, і немонетарної інфляції, яка перебуває поза зоною відповідальності центрального банку. Ці два чинники діють як взаємопов'язано, так і окремо.

Характерно, що у період 1992–1998 рр. кореляційно-регресійна оцінка методом експоненційного згладжування показувала майже лінійну залежність між рівнем інфляції та змін М3 (R2 = 0,974) в Україні[87]. В цей період економіка України була переважно закрита, а динаміка зазначених параметрів вельми значною. Вже у період 1999–2008 рр. той самий аналіз показав практично нульову залежність між змінами інфляції та М3 (R^2 = 0,008)[88]. Тобто основну компоненту інфляції після 1999 р. в Україні формували немонетарні чинники, а вплив ГКП на інфляцію не був помітним.

Усе це показує, що результати політики інфляційного таргетування не можна вважати повною мірою прогнозованими. Найбільш гучним визнанням цього факту можна вважати фразу голови ФРС Дж. Пауелла у червні 2022 р. на конференції ЕЦБ: «Тепер ми краще розуміємо, як мало розуміємось на інфляції». Підставою для такого висновку, наприклад, може слугувати те, що вже саме підвищення ключової ставки може провокувати інфляцію, оскільки призводить до підвищення вартості кредитів, а відтак і собівартості виробництва.

В умовах, які змушують центральні банки підвищувати ставки для боротьби з інфляцією, цілі цінової та фінансової стабільності вступають у суперечність. Залежність приватного сектора, особливо ринків капіталу, від рефінансування центрального банку призвела до ситуації фінансового домінування, в якій грошово-кредитна політика обмежується проблемами фінансової стабільності. Це додатково обмежує ефективність ГКП через загрозу фінансових банкрутств у

[86] Груй А. Монетарна політика з точки зору економіста Національного банку України. *Експертна платформа.* 2020. URL: https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0176.html

[87] Адамик Б. П. Монетарна політика Національного банку та її вплив на рівень інфляції в Україні. *Світ фінансів*. 2017. № 2 (15). С. 27–32. С. 28.

[88] Там само. С. 29.

разі, якщо вона стане більш жорсткою[89]. Ці проблеми ускладнюють для центральних банків завдання зниження інфляції, не викликаючи рецесії, і дещо підривають їх фактичну незалежність.

Найбільшою мірою недоліки монетаристської концепції ГКП проявились в умовах викликів ГФК та пандемії, коли процентна ставка в розвинених країнах була знижена до нуля і таким чином не впливала на грошово-кредитний ринок. Для досягнення визначених цілей за таких умов центробанки були змушені вдатись до масштабної емісії. Проте такі емісії в основному збільшили нестабільність, але не змогли забезпечити реалізацію грошово-кредитного потенціалу підтримки економічного зростання в частині:

– доведення емітованих коштів до цільових сегментів;

– помірної інфляції після масштабної емісії;

– уникнення спотворення параметрів фінансових ринків;

– запобігання поглибленню нерівності на національному та міжнародному рівнях.

Для досягнення бажаних результатів оперативні фінансові вливання мали за кроткий термін надійти у критичні сфери економіки та забезпечити підтримку фінансової стабільності, достатку домогосподарств та допомогти компаніям пережити буремний період. Утім, із емітованих ЄС понад 10 трлн дол. США фінансової допомоги близько 30% припадало на державні гарантії, по 20% – на зниження тарифів та вливання ліквідності і тільки 10–15% – на пряме кредитування[90]. Таким чином, цільовий характер мало лише близько половини фінансової допомоги. Інша ж половина була спрямована на відновлення ліквідності у фінансовому секторі.

Такий розподіл значною мірою відображає характерну особливість структури національних економік, що ускладнює ефективність реалізації в них грошово-кредитної політики. Порушені механізми монетарної трансмісії, структурні диспропорції на кредитних ринках та слабкий функціонал цільового інструментарію обмежують потенціал кредитної підтримки підприємств та домогосподарств. За оцінкою експертів ЄЦБ ефект кредитної емісії є доволі

[89] Саме такі наслідки можна спостерігати у випадку Silicon valley bank.

[90] Cassim Z. et al. The $10 trillion rescue: How governments can deliver impact / McKinsey & Company. 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact

обмеженим[91]. Тобто сучасний інструментарій ГКП не дає змоги вирішити проблему кредитного стимулювання. Для цього слід узгодити комплекс видів політики – грошово-кредитної, фіскальної, макропруденційної та комунікаційної. На додаток до монетарного пом'якшення фіскальна політика повинна підтримати платоспроможний попит, макропруденційна – вивільнити резерви для здешевлення кредитної пропозиції, а комунікаційна – запевнити у надійності державної підтримки для всіх ринкових суб'єктів.

У країнах периферії кредитний канал є менш ефективним, оскільки кредитування, як правило, концентрується не на інвестиціях у реальний сектор. Проте значно більший вплив на викривлення монетарної трансмісії в таких країнах має канал обмінного курсу – через його більшу волатильність.

Як показала низка досліджень, в таких економіках валютний курс сильніше впливає на інфляцію [92]. З усіх цих причин, щоб мати однаковий вплив на сукупний попит, грошово-кредитна політика в країнах, що розвиваються, повинна, як і у розвинених економіках, бути більш жорсткою. Це підтверджують і статистичні дані на прикладі усереднених даних країн, що розвиваються (Бразилії, Індії, Польщі, Угорщини) та розвинених економік глобального ядра (США, Швейцарії, Великої Британії). Дані представлено на рис. 2.2.

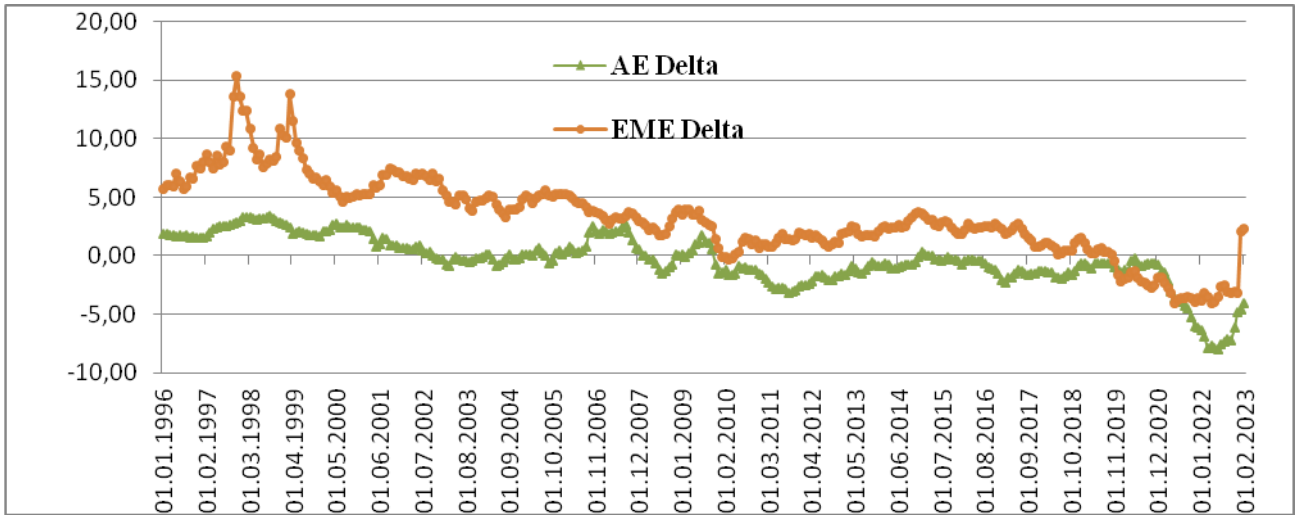

Рис. 2.2. Порівняння різниці між ставкою центробанку та річним показником інфляції у розвинених країнах (AE) та країнах, що розвиваються (EME)

Джерело: складено автором за даними: Bank of International Settlements. URL: https://www.bis.org/statistics/consstats.htm?m=2070

[91] Lane P. Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions. Speech of the Executive Board of the ECB, at the Economics Department and IM-TCD, Trinity College. Dublin, 2020, 26 November. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201126~c5c1036327.en.html

[92] Mohanty M.S., Scatigna M. Has globalisation reduced monetary policy independence. *BIS Papers*. 2005. Vol. 23. P. 17–58.

За таких умов економіки, що розвиваються, опиняються під перманентним монетарним тиском. Це не лише відображає фактор обмеженої ефективності ГКП у таких країнах, а й пояснює причини перманентно високого монетарного пресингу на бізнес. Передусім такий пресинг проявляється через високу вартість кредитування. Яскравим прикладом саме такої рестриктивної монетарної політики є Україна. Помітно, що, на відміну від практики розвинених країн, де ключові ставки центробанків, як правило, нижчі за інфляцію навіть у періоди кризи, в Україні переважно на вищому рівні трималась облікова ставка НБУ (рис. 2.3). Лише у періоди потужних фінансових криз, а також у період сталого економічного зростання 2003–2007 рр. облікова ставка трималась на рівні, нижчому за інфляцію, а ГКП була стимулюючою.

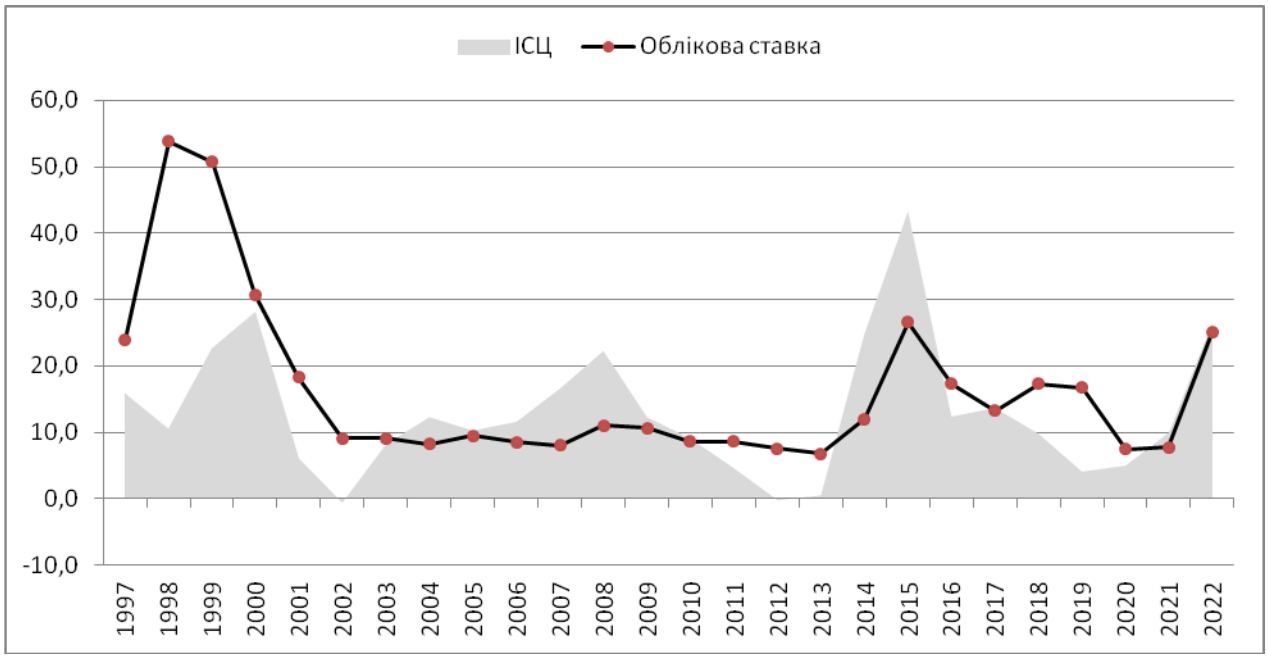

Рис. 2.3. Порівняння динаміки облікової ставки та річного показника інфляції в Україні у 1997–2022 рр.

Джерело: складено автором за даними: Статистика фінансового сектору / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Перераховані особливості обумовлюють меншу ефективність реалізації ГКП на базі режиму інфляційного таргетування в країнах, що розвиваються і належать до глобальної периферії. Додатковими чинниками зниження ефективності такого режиму в зазначених країнах, порівняно із країнами розвиненими, виступають:

– вища складність прогнозування інфляційних процесів;

– недоформоване інституційне середовище фінансових ринків, що погіршує трансмісію процентної політики;

– високий рівень зовнішньої заборгованості, внаслідок чого девальвація позначається на потенціалі державних фінансів;

– поведінка споживачів більшою мірою визначаються валютними, а не інфляційними очікуваннями.

Представлений критичний аналіз вихідних можливостей реалізації в малих відкритих економіках ГКП, побудованої на монетаристському підході, переконливо підтверджує як обмежену ефективність такої політики щодо швидкого і повного досягнення поставлених цілей загалом, так і складність проведення детальної оцінки її ефективності. В рамках такого вузького мандату ключовою ціллю центробанку стає оперативний таргет, якого, відповідно до офіційної позиції, достатньо лише прагнути, а не досягати.

Підтвердженням цього слугує цитата: «Головним показником успішності монетарної політики центрального банку є ситуація, коли не фактична інфляція перебуває на рівні цілі, а коли очікування щодо майбутньої інфляції є низькими та стабільними»… «інфляція завжди має наближатись до своєї цілі на прогнозному горизонті»[93].

2.2. Актуалізація цільового підходу до оцінки ефективності грошово-кредитної політики

На підставі аналізу викликів глобальної фінансової дестабілізації, актуальних трендів монетарного регулювання та наявних підходів до проведення ГКП можна зробити такі узагальнення. Оцінювати ефективність ГКП лише за монетарними індикаторами (інфляцією, темпами приросту грошової маси, монетизацією, стабільністю обмінного курсу) недоречно без урахування макроекономічних індикаторів, що відображають процес стійкого економічного зростання.

В умовах валютної асиметрії та фінансової глобалізації особливий акцент грошово-кредитної політики країн глобальної економічної периферії доцільно робити на стабільності валютного курсу та цілях підтримки економічного зростання у поєднанні із забезпеченням макроекономічної стабільності. Інакше

[93] Чи є відхилення інфляції від цілі порушенням цінової стабільності? / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/targets/target-k

реалізація ГКП у межах монетаристського підходу з пріоритетом ІТ під впливом об'єктивних процесів взаємодії з розвиненими економіками фіксуватиме периферійну позицію економіки, що розвивається. Щоб запобігти фіксації і стимулювати підвищення рангу в глобальній ієрархії, таким країнам слід адаптувати ГКП таким чином, щоб збільшити простір для ефективного оперування монетарним інструментарієм через розширення спектра коротко- та середньострокових цілей ГКП.

З огляду на це як базу для якісної оцінки ефективності грошово-кредитної політики більш доречно розглядати таку ієрархічну систему її ключових цілей, від стратегічних до детальних оперативних через проміжні:

1) стратегічні цілі втілюють макроекономічний вимір наслідків ГКП в аспекті:

а) економічного зростання (динаміка виробництва, ВВП, безробіття, добробут населення);

б) урівноваження зовнішніх фінансових дисбалансів (динаміка показників зовнішнього фінансування);

в) формування фінансового поглиблення національної економіки (динаміка монетизації, кредитного навантаження, рівня інвестицій та заощаджень в економіці);

2) проміжні – спрямовані на забезпечення стабільності грошово-кредитної системи (як несприятливої до шокових впливів екзогенного та ендогенного характеру) в аспекті:

а) структурному (вираженому через динаміку розподілу грошових агрегатів);

б) інституційному (вираженому через динаміку структурних параметрів фінансових ринків та банківських установ);

б) функціональному (вираженому через виконання банківською системою своїх завдань);

3) оперативні – спрямовані на забезпечення стабільності національної грошової одиниці в аспекті:

а) ціновому (вираженому через зміну рівня цін);

б) курсовому (вираженому через зміну рівня обмінного курсу);

в) функціональному (вираженому через поширеність використання національної валюти, довіру до неї).

Такий перелік критеріїв, безумовно, не є вичерпним, але він представляє достатньо повний набір ключових індикаторів для різнопланової якісної оцінки ГКП як інструменту забезпечення економічного розвитку.

Доцільно зіставити на концептуальному рівні можливість реалізації наведеної ієрархії цілей із вихідними положеннями та практикою розбудови основних засад грошово-кредитної політики НБУ. Передусім у рамках домінуючого підходу основним дестабілізуючим чинником НБУ розглядає високий рівень інфляції. Водночас одним із вагомих драйверів інфляції в Україні виступає девальвація. В умовах війни ризик девальвації посилює значне скорочення експортних надходжень та грошових переказів, а також втеча національного капіталу.

Девальвація не тільки провокує зростання інфляції через подорожчання імпортних товарів, передусім енергоресурсів, а й посилює боргове навантаження на державні фінанси та провокує зниження фінансової стійкості банківських установ, виснажує валютні резерви НБУ. Нестача валюти обмежує оборонні закупівлі на зовнішніх ринках. Саме тому для України наразі обмеження інфляційних та девальваційних процесів виступає ключовим завданням у сфері забезпечення макроекономічної стабільності.

Варто відзначити, що після початку війни НБУ кардинально змінив практику грошово-кредитного регулювання. Фактично він відійшов від задекларованих підходів домінанти інфляційного таргетування та валютної лібералізації і проводив політику більш активного монетарного регулювання.

Водночас збереження кредитування підприємств реального сектора, малого бізнесу, іпотеки для відновлення житла, а також здешевлення державних запозичень потребуватиме широкої фінансової державної підтримки у вигляді компенсації процентних ставок за кредитами у зазначених сегментах, а також у офіційно визначених стратегічних галузях, від яких передусім залежить обороноздатність держави.

Згідно з рекомендаціями МВФ для країн ЄС щодо боротьби з інфляцією, в Україні також доцільно збалансувати негативні ефекти монетарного інструментарію фіскальним стимулюванням бізнесу та розширенням соціальної підтримки незахищених верств населення. Збільшення соціальних видатків у цьому випадку не надто підживлюватиме інфляцію, оскільки різницю буде витрачено здебільшого на оплату товарів першої необхідності, що вже подорожчали (палива, пшениці, солі та похідних від них продуктів харчування).

Подальші інфляційні процеси в Україні провокуватиме можлива девальвація. З огляду на критичність енергетичного імпорту та залежність внутрішньої цінової стабільності від зовнішніх фінансових шоків завдання стабілізації національної валюти в умовах війни та на етапі повоєнного відновлення набуває високого пріоритету.

Для вирішення цього завдання, всупереч проголошеній на довоєнному етапі політиці валютної лібералізації, вже 24.02.2022 р. Національний банк вдався до валютного регулювання і запровадив низку обмежень на операції з іноземною валютою та відплив капіталу. Офіційний курс гривні до долара США був зафіксований на рівні 29,25 грн. Були заборонені усі транскордонні платежі, включно з імпортом та дивідендами, за винятком державних та тих, на які отримано спеціальний дозвіл, також НБУ обмежив зняття готівки в іноземній валюті.

Запроваджені заходи та своєчасні валютні інтервенції дали змогу погасити паніку і обмежити спекуляції на валютному ринку та мали винятковий ефект. Це засвідчило, що убезпечення від раптової девальвації за допомогою валютних обмежень є одним з ключових елементів фінансової безпеки національної економіки в умовах війни. А наявність раціональної системи валютного регулювання сприятиме і повоєнному економічному відновленню України. Для цього дієва система валютно-курсового регулювання повинна забезпечити обмеження впливу волатильності зовнішніх сировинних ринків та внутрішніх спекуляцій і панічних настроїв; завадити втечі національного капіталу; надати преференції у залученні іноземних інвестицій до визначених стратегічних галузей національної економіки.

Як можна помітити, значна частина заходів макроекономічної стабілізації у фінансовій сфері потребує додаткових державних видатків. Безперечно, що в таких умовах подальша фінансова стабільність України повністю залежить від безперебійного надходження міжнародної фінансової допомоги, а також ефективної мобілізації внутрішніх ресурсів. За висновком Міністерства фінансів України, щомісячна потреба такої допомоги становить 5–7 млрд дол. США[94]. Сама можливість отримання таких сум від інших країн без наявності формально укладених раніше міждержавних союзів – найкраща ілюстрація позитивних наслідків глобалізаційних процесів XXI ст.

[94] Інтерв'ю Сергія Марченка для Financial Times (12.04.2022). URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/interviu_sergiia_marchenka_dlia_financial_times_12042022-3401

В ієрархії цілей ГКП важливе місце займає забезпечення належного рівня монетизації економіки. Саме тому грошові агрегати продовжують привертати посилену увагу дослідників у сфері грошово-кредитної політики. При цьому не так давно кількісний вимір агрегатів відігравав важливу роль як операційні та проміжні цілі. Сьогодні їх здебільшого застосовують для аналізу банківського сектора та фінансової стабільності.

Проте деякі економісти вважають, що широкі грошові агрегати дозволяють пояснювати макроекономічну динаміку і мають бути враховані при прийнятті рішень про процентну ставку центрального банку. Зокрема, існують спроби пояснити наявні наразі прояви нестабільності попиту на гроші та нездатність центробанків ефективно управляти їх пропозицією прямим наслідком неоптимального розподілу грошових агрегатів. Актуальні наукові дослідження у сфері монетарного регулювання наразі звертають дедалі більшу увагу на те, що ефекти ГКП не можуть бути належно розкриті через зміни виключно процентних ставок без урахування грошових агрегатів.

Як наслідок, зазначається, що, крім короткострокової номінальної процентної ставки, грошові агрегати можуть відігравати роль проміжної цілі ГКП, або індикативної змінної[95]. Останні дослідження показують, що широкі грошові агрегати (M3, M4) дозволяють пояснювати макроекономічну динаміку. Більше того, вони можуть бути включені у розрахунки для прийняття рішень щодо процентної ставки[96]. Зокрема, В. Барнетт та Т. Гош вважають, що можна використовувати агрегати як ключову інформаційну змінну для довгострокової перевірки рішень ГКП щодо короткострокових процентних ставок[97].

Таким чином, за аналогією з переосмисленням «трилеми фінансової неможливості» в напрямі доцільності балансування підходів до фінансової лібералізації – контролю за рухом ТПК і валютного курсу, так само доцільним є узгодження та балансування цілей ГКП в актуальних завданнях економічного розвитку. У такому контексті структура «трилеми стратегії зростання», яку,

[95] Belongia M., Ireland P. Interest rates and money in the measurement of monetary policy. *Journal of Business & Economic Statistics*. 2015. Vol. 33, No. 2. P. 255–269.

[96] Dery C., Serletis A. Interest rates, money, and economic activity. *Macroeconomic Dynamics*. 2021. Vol. 25, No. 7. P. 1842–1891

[97] Barnett W., Ghosh T., Adil M. Is money demand really unstable? Evidence from Divisia monetary aggregates. *Economic Analysis and Policy*. 2022. Vol. 74. P. 606–622.

зокрема пропонує економіст МВФ Р. Агарвал[98], може допомогти знайти баланс між економічним зростанням, стабільністю та створенням національних стратегічних підприємств.

Намагаючись збалансувати конкуруючі вимоги економічного зростання, фінансової та фіскальної стабільності та створення національних стратегічних підприємств, державні органи, як правило, стикаються із тим, що, переслідуючи будь-які дві із цих цілей, в жертву частково приносять третю. Така «трилема» національного економічного розвитку є важким вибором для політиків.

Пошук компромісів полягає не просто у виборі однієї мети за рахунок двох інших, а скоріше у віднаходженні балансу між всіма трьома у довгостроковій перспективі. Крім цього, правильний підхід уряду братиме до уваги ситуативну роль факторів оточуючого середовища: стан економіки, фінансової системи, електоральний тиск у політичній системі та геополітичні виклики.

[98] Agarwal R. Industrial policy and the growth strategy trilemma. *IMF Blog*. 2023. URL: https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/Series/Analytical-Series/industrial-policy-and-the-growth-strategy-trilemma-ruchir-agarwal

Розділ 3
ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА НБУ В ПЕРІОД 2015–2022 рр.

Аналіз розвитку банківської системи у 2015–2022 рр. та чинників, які визначили характер розвитку грошово-кредитної політики в Україні, дає підґрунтя для висновків щодо того, наскільки ефективною була стратегія застосування політики інфляційного таргетування в малій відкритій сировинній економіці України. Супутньою тенденцією світової економіки у цей період стало посилення протекціоністської економічної політики у багатьох розвинених країнах, що супроводжувалося загостренням торговельних воєн між країнами, а також пандемією COVID-19 та повномасштабною війною, розпочатою РФ проти України.

3.1. Динаміка та структура грошової пропозиції як чинник ефективності ГКП в Україні

Банківська система України дуже важко виходила з кризи 2008 р. На балансах банків накопичилися негативно класифіковані активи збанкрутілих позичальників, у тому числі заблоковані активи[99]. Криза ж 2014 р. була поглиблена політикою очищення банківської системи, внаслідок чого було ліквідовано майже сто банківських установ. Така політика «очищення» певною мірою стала об’єктивним наслідком боротьби із «зомбі-банками». Проте вона призвела до концентрації банківського сектора в руках держави і суттєво зруйнувала трансмісійний механізм[100]. Глобальний збиток від політики «банкопаду» 2014–2016 рр. еквівалентний втраті 38% річного ВВП[101].

Використані у 2015–2017 рр. державні інвестиції були спрямовані не на збільшення зайнятості, оборонні замовлення, створення нових підприємств і,

[99] Дробязко А. О., Любіч О.О. Аналіз тенденцій банківського фінансування економіки України у 2021 році. *Фінанси України.* 2021. № 9. С. 36–52. https://doi.org/10.33763/finukr2021.09.036

[100] Дробязко А.О. Ринкові трансформації у банківському секторі України: погляд крізь призму «неекономічної» політики. *Економіка і прогнозування.* 2021. № 2. С. 85–99. https://doi.org/10.15407/eip2021.02.085

[101] Звіт про фінансову стабільність / НБУ. 2017, червень. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_pr_2017-H1.pdf?v=4

відповідно, ВВП, а на покриття збитків, які нанесли непрацездатні («зомбі») компанії, у тому числі державної форми власності, що фактично зруйнували приватний сегмент банківської системи.

Триває дискусія, як оцінювати стабільність національної грошової одиниці: за рівнем обмінного курсу (щодо інших валют) або за рівнем споживчої інфляції (щодо рівня цін на внутрішньому ринку). Детально динаміка цих показників наведена у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Річна зміна облікової ставки НБУ та значення індексу споживчих цін і обмінного курсу гривні з 2014 р. по 2022р.*

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Облікова ставка, *%*	14	22	15	14,5	18	14,5	6	9	25
Індекс споживчих цін, *%*	23,8	37,7	11,8	12,8	10,4	4	4,9	9,6	24
Обмінний курс, *грн до дол. США*	16,2	25,2	27,2	28,1	27,7	24,9	28,1	28,8	36,6

* На кінець періоду.

Джерело: складено автором за даними Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Кількісні параметри монетарного регулювання НБУ в розрізі формування грошової бази представлені у Додатку А. Рис. 3.1 демонструє використання головного інструменту ГКП в режимі інфляційного таргетування і засвідчує, що в період з 2015 р. по 2021 р. НБУ послідовно проводив політику позитивної облікової ставки.

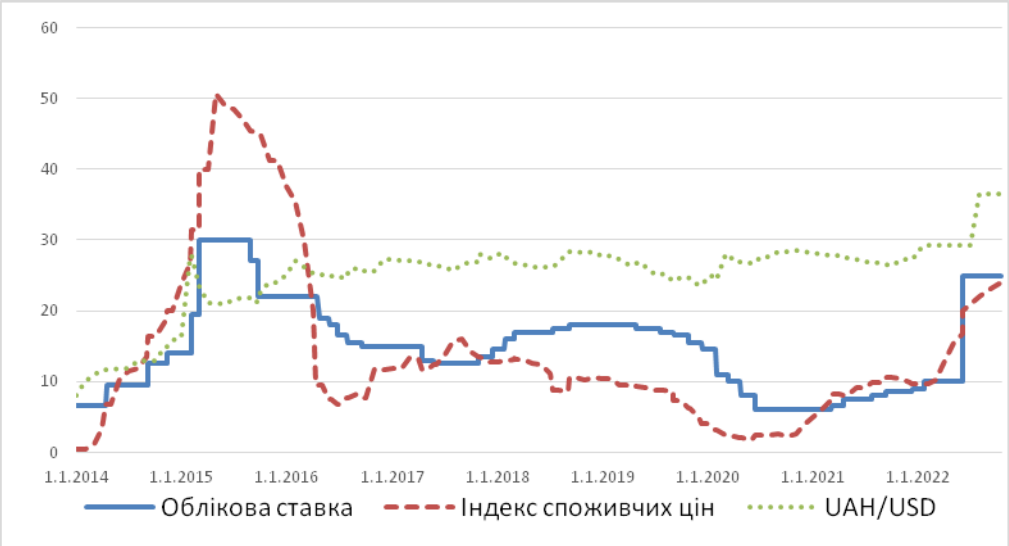

Рис. 3.1. Динаміка облікової ставки НБУ, індексу споживчих цін та обмінного курсу гривні, 2014–2021 рр., *%*

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Результатом такого регулювання до початку повномасштабного російського вторгнення у 2022 р. можна вважати сталу тенденцію до демонетизації національної економіки (рис. 3.2).

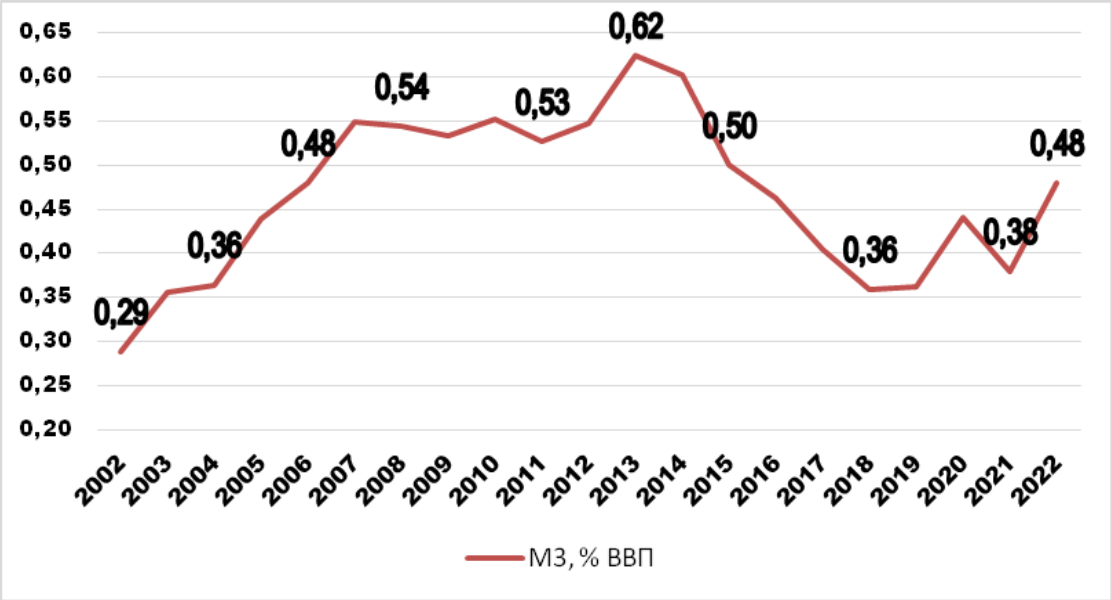

Рис. 3.2. Динаміка показника монетизації економіки України у 2002–2022 рр. (*на початок періоду*)**,** *%*

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

В Україні простежувалися декілька періодів помітної демонетизації економіки: з серпня 1998 р. по лютий 2000 р. (реакція на зовнішню кризу); з грудня 2008 р. по березень 2010 р. (реакція на світову фінансову кризу). В ці періоди вагомим драйвером демонетизації виступала девальвація, хоча НБУ намагався фіксувати обмінний курс. З березня 2014 р. по грудень 2017 р. (реакція на початок російсько-української війни) демонетизація відбувалась в умовах переходу до інфляційного таргетування і вільноплаваючого курсу. На рис. 3.2 можна прослідкувати пожорсткішання політики НБУ щодо стримування приросту грошової маси у гривні з січня 2015 р.

Грошова маса М3 є кількісним виміром реагування всієї банківської системи на діяльність регулятора, що розкриває обсяг грошей в обігу, зокрема депозитів домогосподарств та корпорацій. Графіки показують, що поступовий приріст грошової маси монетарна влада забезпечувала, але він відставав від зростання ВВП. В цілому монетарна політика НБУ не сприяла монетизації економіки належним чином, оскільки темпи монетизації були досить повільні, а час від часу і від’ємні (див. Додатки А, Б).

Поточна криза є найбільш глибокою за часів незалежності й порушує питання оцінки ефективності реакції ГКП на кризові явища. Варто зауважити, що кількісні та якісні параметри монетарної бази після кризи 2014–2015 рр. не покращувались, однією з ознак цього є незмінно високий рівень готівки в грошовій масі (рис. 3.3).

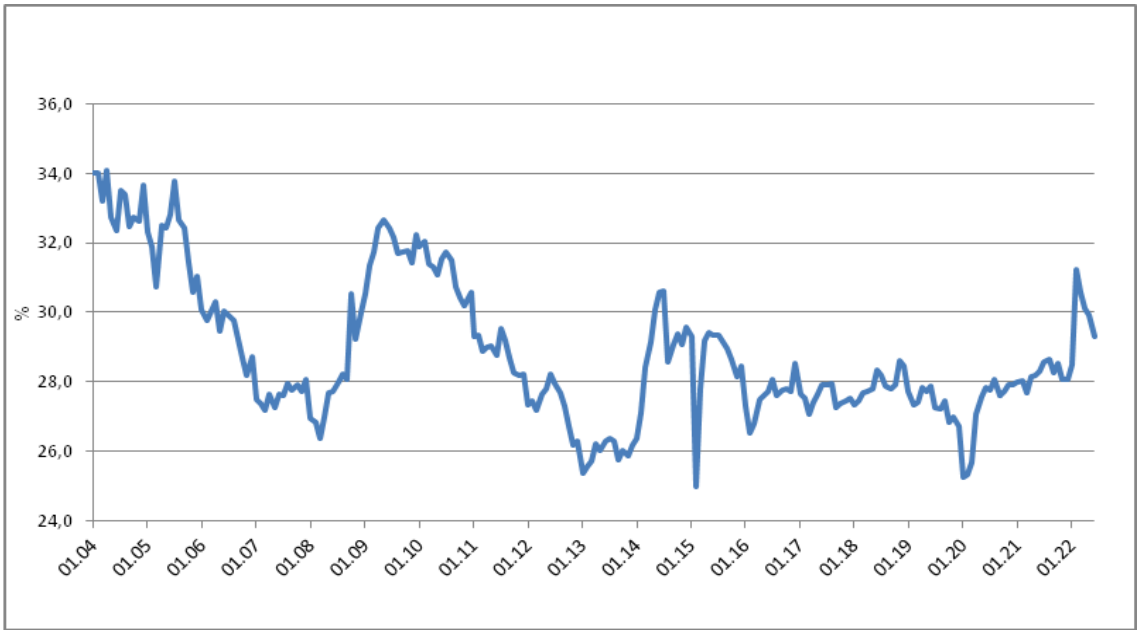

Рис. 3.3. Частка готівки поза банками (М0) у грошовій масі (М3) у 1997–2021 рр., %

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Співвідношення готівкових коштів поза банками (М0) і широких грошей (М3) з 2007 р. коливається в діапазоні 26–32%, незважаючи на істотні зміни у впровадженні банківських технологій безготівкових розрахунків, розширення карткових розрахунків та інших платіжних інтернет-сервісів. При цьому частка готівки у грошовому обігу залишається значною, що свідчить про консерватизм останнього та наявність на ринку готівкової валюти, що обслуговує тіньовий сектор економіки. Кредитна активність та збільшення гривні у банківській системі юридичних і фізичних осіб є реакцією на монетарну політику НБУ (рис. 3.4).

Із поступовим зростанням рівня заробітної плати, розвитком систем безготівкового обігу грошей, кошти фізичних осіб у банківській системі мали тенденцію до зростання (рис. 3.5).

При цьому залишки кошів на валютних рахунках після кризи 2014 р. і «банкопаду» 2014–2016 рр. зменшилися до рівня 8,4 млрд дол. США. Втрата банками ресурсної валютної бази майже на 15 млрд дол. США перевищує

рівень кредитних ліній від МВФ. Тобто через небезпеку для своїх заощаджень у банківській системі громадяни зменшили їх валютну складову.

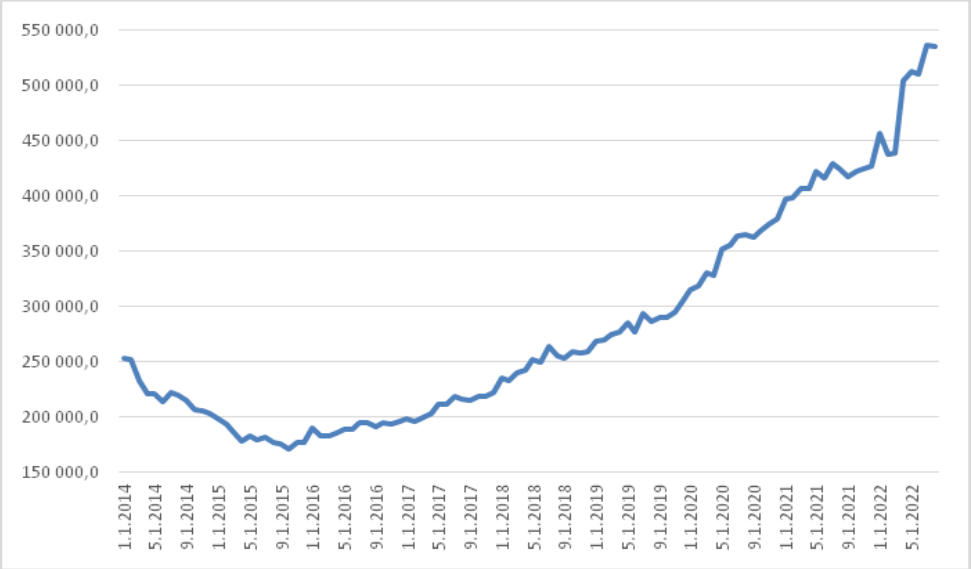

Рис. 3.4. Динаміка коштів фізичних осіб в банках у період 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Якщо до цього додати, що зменшилися питома вага і терміни строкових вкладень у загальному обсягу коштів фізичних осіб, які зберігаються банківською системою, то зрозуміло, чому банки не кредитують, – немає довгострокового ресурсу, а регулятор значно посилив нагляд за ГЕП-розривами строкових вкладень активів і пасивів.

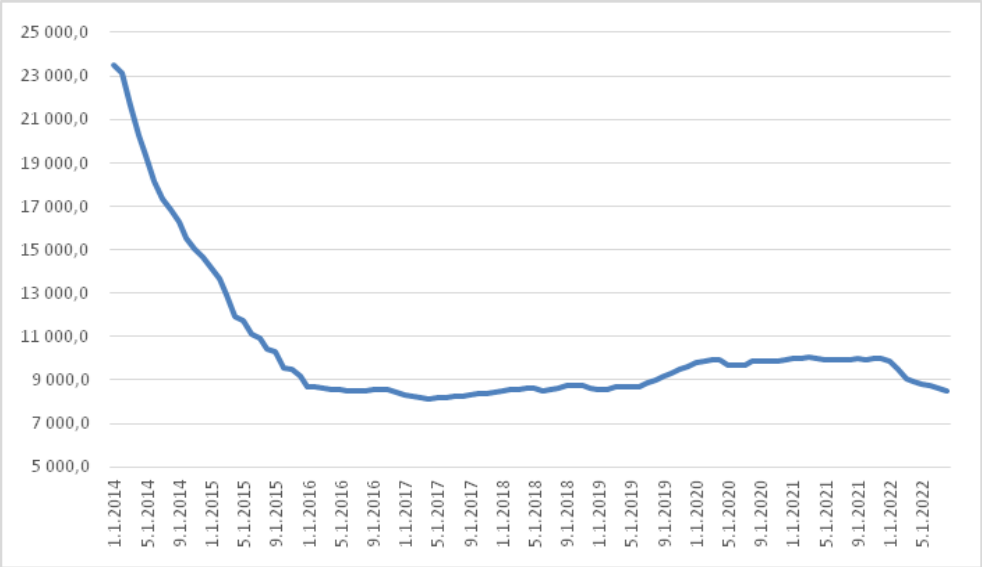

Рис. 3.5. Динаміка коштів фізичних осіб в банках в іноземних валютах в період 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Динаміка коштів юридичних осіб у гривні загалом відповідає динаміці приросту грошової бази, яку НБУ підтримував під час цього періоду (рис. 3.6, 3.7.

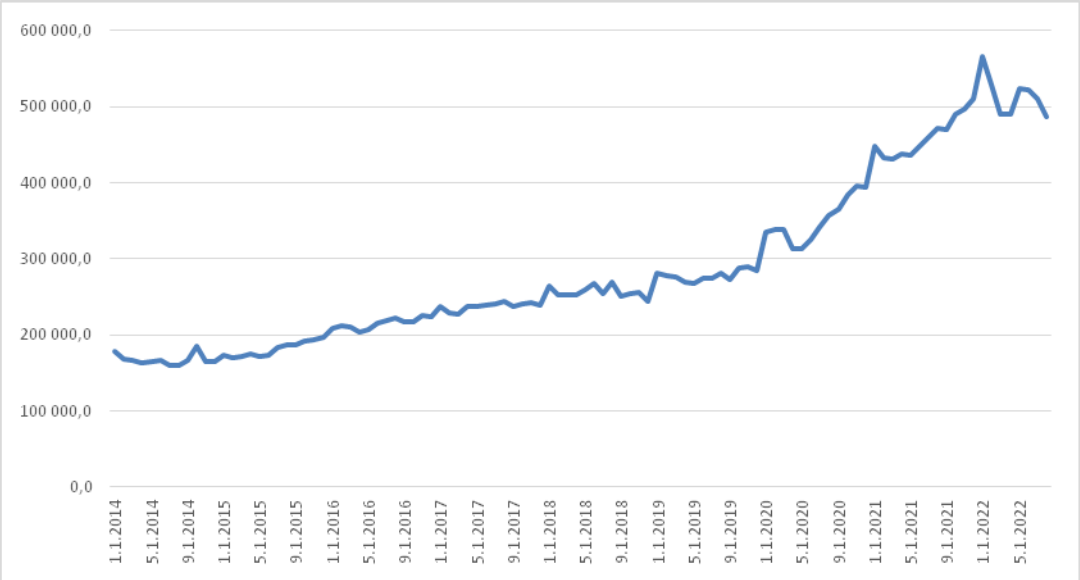

Рис. 3.6. Динаміка коштів юридичних осіб в банках у 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Водночас кошти юридичних осіб в іноземних валютах у банківській системі зменшилися з 10 млрд дол. США у 2014 р. до 5,5 млрд дол. США і тільки у 2019 р. повернулися до рівня 8,5–9,0 млрд дол. США.

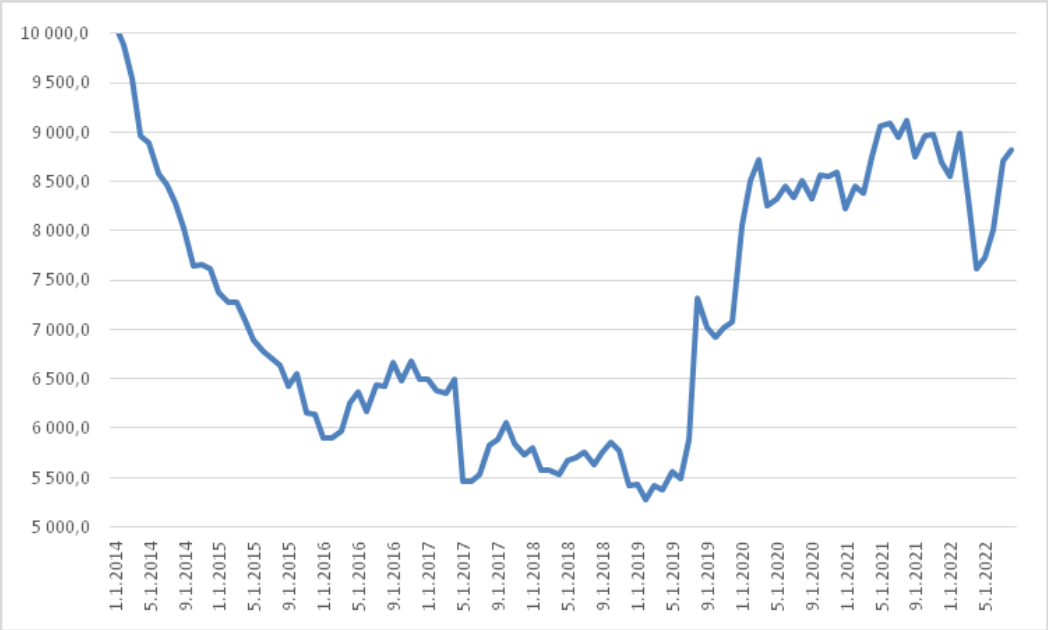

Рис. 3.7. Динаміка коштів юридичних осіб в банках у іноземній валюті в період 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: розраховано та складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

З 2016 р. активізувався ринок кредитування фізичних осіб (рис. 3.8), в основному у споживчому секторі. Для багатьох банків короткострокове кредитування через технології кредитних карток стало основним видом заробітку. Фактично зупинилося іпотечне кредитування.

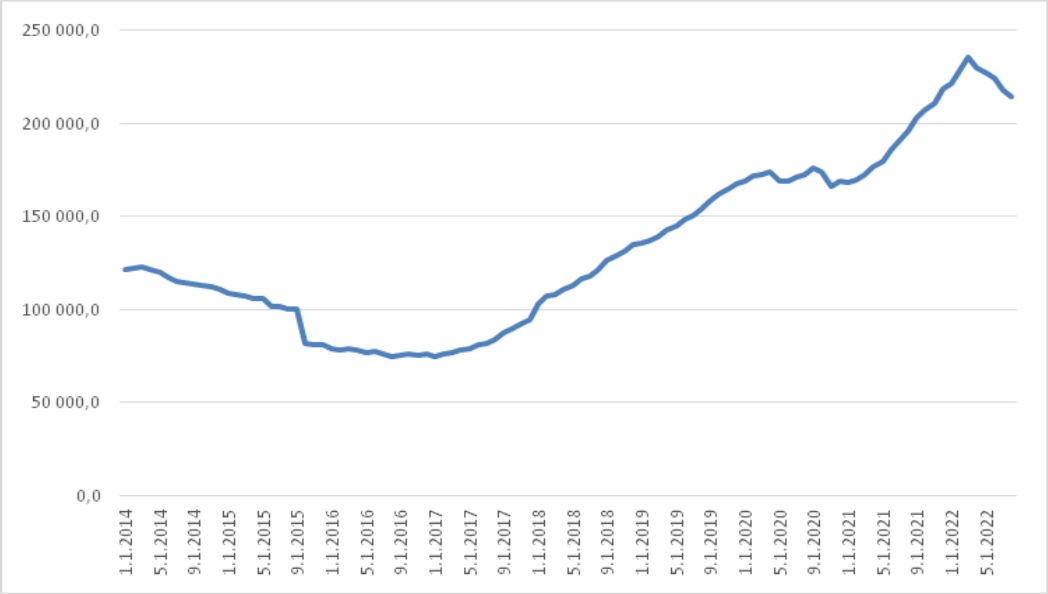

Рис. 3.8. Динаміка кредитів у гривні фізичних осіб у період 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: розраховано та складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

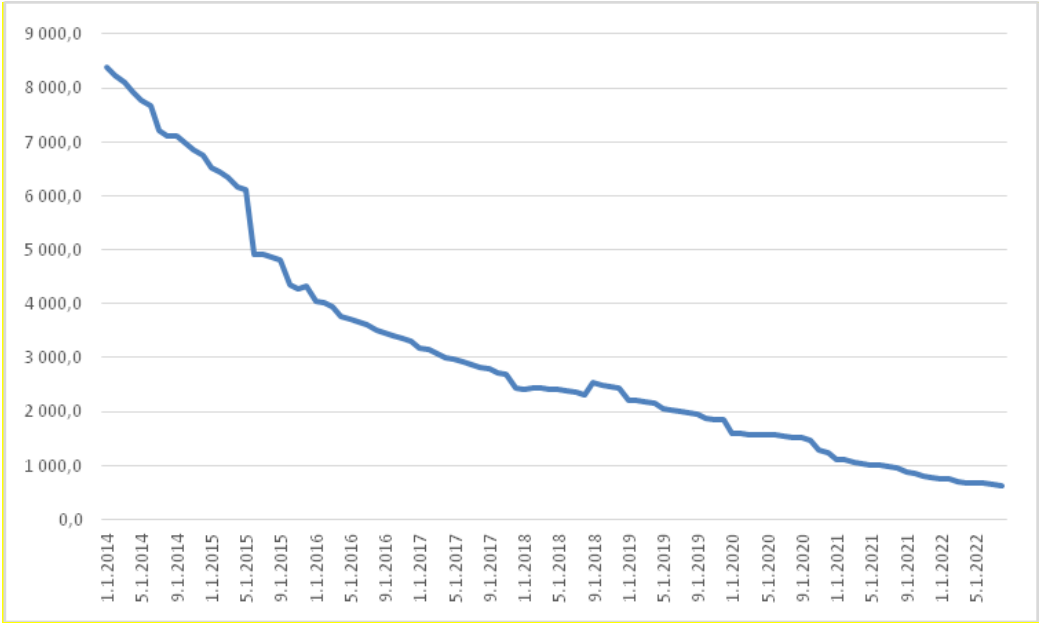

Рис. 3.9. Динаміка кредитів фізичних осіб в іноземних валютах у 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: розраховано та складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Валютне кредитування фізичних осіб, які не мають регулярних надходжень у валюті, було заборонено ще у 2009 р., тому на цьому ринку відбувалося поступове погашення старих іпотечних кредитів, списання безнадійної заборгованості з балансів банків та реструктуризація валютних кредитів у гривневі. Водночас кредитування юридичних осіб в ці періоди мало більш різноспрямовану динаміку (рис. 3.10).

Рис. 3.10. Динаміка кредитів юридичних осіб у період 2014–2022 рр., *млн грн*

Джерело: розраховано та складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Портфель кредитів у гривні у банківській системі різко зменшився у період «банкопаду» 2014–2016 рр., з відновленням економічного зростання і запровадженням урядових програм підтримки галузей економіки у 2017–2022 рр. почалося його збільшення.

Валютне кредитування юридичних осіб мало тенденцію до згортання майже протягом всього періоду 2015–2021 рр. Це стало наслідком підвищення вимог до банків згідно із запровадженням регулювання капіталу за стрес-тестуванням, а також підвищенням юридичної відповідальності керівників банків та позичальників за неповернення кредитних ресурсів. З 2015 р. обсяг кредитного портфеля у валюті впав із 25 до 10 млрд дол. США. Як тенденцію слід відзначити, що багато позичальників із суттєвими валютними оборотами вийшли за позичковим капіталом на банки-нерезиденти. Також тенденцією є те, що іноземні фінансові групи, які діють на території України, при оформленні

кредитів юридичною особою у іноземній юрисдикції виступають як заставоутримувачі на майно позичальника на території України.

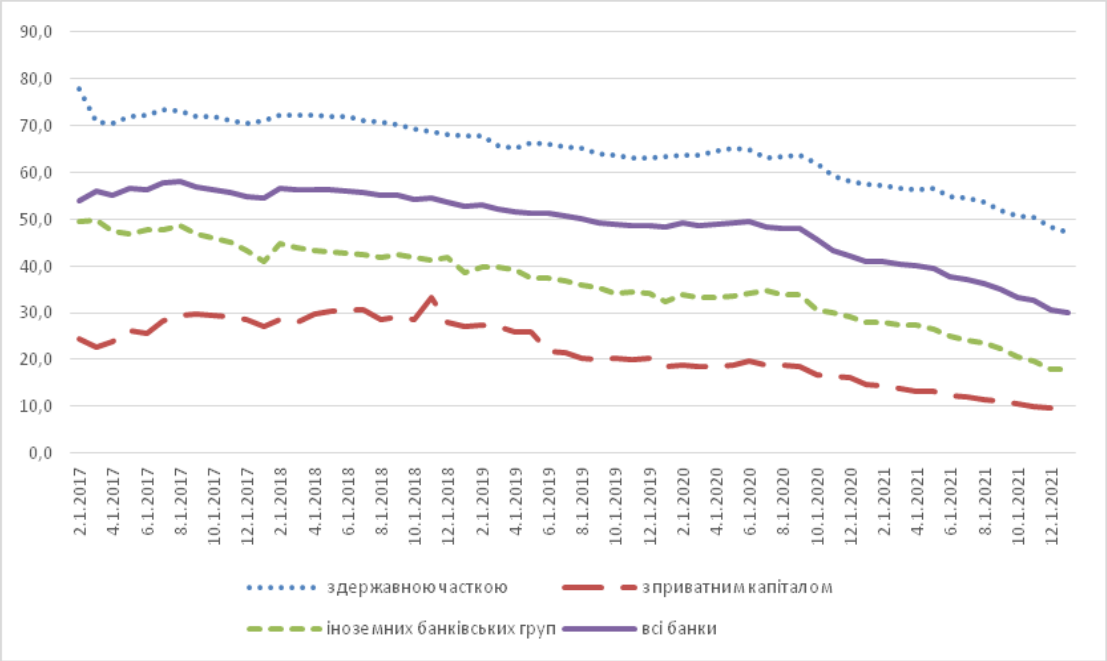

Рис. 3.11. Динаміка негативно класифікованих активів у період 2017–2021 рр., *%*

Джерело: розраховано та складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

У період 2015–2021 рр. рівень негативно класифікованих активів став для банківського бізнесу гальмом у кредитуванні. Кількість фірм, що працювали на ринку прозоро, була незначною і за «хорошого» клієнта банки вели боротьбу. Регуляторна політика НБУ під час цього періоду вимагала особливої прозорості при кредитуванні. Крім того, НБУ регулярно проводив стрес-тестування банків, підвищуючи вимоги до адекватності капіталу. Тому банкам вигідніше було кредитувати уряд через купівлю ОВДП та вкладати кошти у депозитні сертифікати НБУ. Також, користуючись законодавчими «прогалинами», ряд позичальників почав переносити свої головні офіси у зону АТО, підконтрольну уряду України, таким чином отримуючи законодавчі індульгенції на якість обслуговування своїх кредитних зобов’язань.

Як наслідок скорочення банківського кредитування, відношення грошової маси до ВВП у період дослідження зменшувалось. Відношення питомої ваги М3 до ВВП у період 2015–2021 рр. впало з 60% до 40%, тоді як у розвинених країнах це відношення перевищує 100%.

3.2. Оцінка ефективності ГКП України в контексті співпраці з МВФ

Грошово-кредитна політика НБУ протягом останнього десятиліття розроблялась у співпраці з Міжнародним валютним фондом. Аналізуючи підписані між урядом України та МВФ документи, можна зробити висновки, що у сфері грошово-кредитної політики застосовувалися стандартні підходи, які загалом не враховують специфіку національних економік.

Основними вимогами МВФ до дій української влади було проведення структурних реформ для забезпечення бездефіцитного бюджету. Систематизуючи основні вимоги до України у проведенні монетарної політики в умовах кредитування від МВФ у 2014–2021 рр., помітно, що увага зосереджувалася на двох основних позиціях.

По-перше, на проведенні політики вільноплаваючого (гнучкого) обмінного курсу національної валюти. По-друге, на принципі політики позитивної облікової ставки як важеля впливу на зменшення інфляції. Періоди послаблення курсу гривні у 1990-х, 2008–2009 рр., 2014–2015 рр. збігаються з періодами активної співпраці з МВФ (Додаток В).

Новий етап співробітництва з МВФ розпочався у 2014 р., коли економіка України ослабла в результаті агресії РФ. Керівництву України не вдалося змінити підходи МВФ до розроблення програм кредитування. МВФ був зосереджений на збільшенні незалежності НБУ від політичних впливів включно із судовою гілкою влади, що вважалася глибоко корумпованою. Основною вадою України вважався високий рівень корупції, що здійснюється через механізми державних закупівель, високий рівень державної власності в економіці та систему приватних банків. Тому суттєвим елементом у співпраці з МВФ у періоді, що аналізується, були заходи, спрямовані на створення незалежної антикорупційної системи.

Незалежність НБУ в період з 2015 р. по 2021 р. була законодавчо зміцнена, що схвалили міжнародні фінансові організації. Водночас у практичній площині зміцнення незалежності супроводжувалося посиленням розбалансування взаємодії між грошово-кредитною та фіскальною політикою. До цього додалося те, що регуляторні дії НБУ було виведено з-під юридичного контролю судової гілки влади. Відновленню взаємодії істотно посприяло створення Ради фінансової стабільності. Новими правками Закону «Про

Національний банк України» з керівництва НБУ було знято відповідальність за недосягнення цілей задекларованої політики. НБУ та державні органи зменшили зусилля із координації своєї діяльності у сфері економічної політики.

В Україні організаційно-правова модель діяльності НБУ, закладена Конституцією України та визначена у профільному законі від 1999 р., передбачала закріплення за Радою НБУ повноважень щодо формування засад грошово-кредитної політики, нагляду і контролю. Правління НБУ мало діяти як вищий орган виконавчого менеджменту та банківського регулювання.

Таку модель юристи МВФ називають «Supra-Central Bank Structure», в її основі лежить розподіл компетенцій за формування політики та її впровадження між органом, що перебуває над центральним банком, і самим центральним банком. Загальновизнано, що сильною стороною такої структури є значна політична легітимність політики, яку впроваджує центральний банк, та ефективна взаємодія з іншими компонентами економічної політики, зокрема з фіскальною.

Однак, усупереч визначеним раніше засадам, Законом України № 1811-IX від 19 жовтня 2021 р. повноваження щодо розроблення грошово-кредитної політики майже повністю відійшли до Правління НБУ. Частковий перерозподіл повноважень між Радою і Правлінням відбувся ще у 2015 р. А вже Законом України №1811-IX статус Ради НБУ було зведено до наглядового органу з мінімальним набором повноважень у сфері формування політики. Зокрема встановлено, що Рада «розробляє Основні засади грошово-кредитної політики на підставі пропозицій, наданих Правлінням», а також схвалює їх.

Можна вважати, що в Україні у сфері формування грошово-кредитної політики фактично почала діяти модель Executive Management Body (за класифікацією МВФ), яка передбачає концентрацію повноважень щодо вироблення політики та її впровадження в єдиному органі – Правлінні НБУ. При цьому слід зазначити, що концентрація значних повноважень в одній управлінській одиниці без належної системи стримувань і противаг підвищує ризики неефективної діяльності та зловживань.

Разом із цим є проблеми і з реалізацією наглядово-контрольних повноважень Ради НБУ як щодо грошово-кредитної політики, так і системи внутрішнього контролю, що потребують здійснення специфічних функцій і застосування певних санкцій. Саме тому Законом України «Про Національний банк України» ще з самого початку було передбачено: «У разі неодноразового

невиконання або неналежного виконання Правлінням Національного банку рішень Ради… які є обов'язковими… Рада Національного банку має право звернутися до голови Національного банку або до Верховної Ради України та Президента України з викладенням своїх позицій».

Однак змінами, внесеними Законом України № 1811-IX навіть ці мінімально можливі важелі впливу Ради НБУ на Правління було усунуто. При цьому розширено норму щодо заборони Раді НБУ втручатися в діяльність Правління НБУ, а також у діяльність голови НБУ та його заступників при виконанні ними своїх обов'язків. Це додало дисбалансу в повноваженнях на користь Правління НБУ з мінімальним рівнем його підзвітності та відповідальності за результати своєї діяльності. Наразі розподіл повноважень між різними органами управління НБУ є далеким від оптимального і це певною мірою знижує інституційну ефективність Національного банку.

У монетарному регулюванні маркерами для контролю ефективності монетарної політики країн – позичальників МВФ є агрегати: чисті міжнародні резерви, чисті внутрішні активи і монетарна база. Як за програмами 2008 р., так і за програмами 2014 р. першою вимогою МВФ було перехід до політики гнучкого обмінного курсу, перехід до вільного функціонування валютного ринку та зняття валютних обмежень. Інша вимога – перехід до політики інфляційного таргетування із одночасним переходом до рівня міжнародних цін на імпортовані енергоносії на внутрішньому ринку. Одночасне проведення цих двох видів політики при хронічно від'ємному торговельному сальдо і зумовило системний тренд на демонетизацію економіки України.

Таким чином, в умовах кризових шоків у період 2015–2021 рр. в Україні відбулося адміністративне втручання в роботу банківської системи. Системне посилення вимог до формування резервів банками на активні операції, низька прозорість бізнесів позичальників, високий рівень негативно класифікованих активів фактично зупинили інвестиційне кредитування.

Перетворення, розпочаті у 2014 р., магістрально відповідали консенсусному погляду докризового періоду глобалізації та лібералізації. Але у процесі співпраці з МВФ НБУ та уряд не врахували низку специфічних особливостей національної економіки та її монетарної системи. Тому не вдалося уникнути вад стандартних підходів до монетарної політики. Стратегічний напрям таргетування інфляції при забезпеченні плаваючого

валютного курсу відповідає європейським практикам, але потрібного результату від реформ у фінансовій сфері не було отримано.

Зафіксованих у Меморандумах України з Міжнародним валютним фондом реформ достатньо, щоб не провалитися у наступну фінансову кризу, але недостатньо для прискореного розвитку країни. Гарантії фінансовій стійкості держави нададуть узгоджені дії інститутів влади та інструменти державної політики. Країна має бути конкурентоспроможною у боротьбі за інвестиційні ресурси в умовах зростаючого економічного протекціонізму та воєнних загроз.

Сутність фінансової стійкості держави розкривається в її ринкових і державних механізмах, які повинні забезпечувати національні інтереси розвитку суспільства, ідентифікувати загрози, що виникають під час цього, та генерувати адекватні рішення. Розвиток фінансової системи країни має забезпечувати просування економічних перетворень, можливість країни посісти достойне місце у міжнародному розподілі праці та забезпечити добробут суспільства.

Розділ 4
ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Підготовка НБУ до переходу до режиму інфляційного таргетування почалася ще у 1990-х роках. Проте цей процес гальмували регулярні фінансові кризи. За умов переважаючого антикризового регулювання використання лише облікової ставки було об'єктивно неможливим. Тому НБУ застосовував переважно увесь спектр доступних інструментів. І найбільш широко, крім облікової ставки та ставок рефінансування, – нормативи резервування, адміністративні вимоги, валютні інтервенції та заборони. До 2016 р., коли НБУ перейшов до інфляційного таргетування, облікова ставка не відігравала дієвої ролі через множинність та невпорядкованість зміни значень процентних ставок за операціями НБУ з банками.

4.1. Характеристика інструментарію ГКП та функціонування трансмісійного механізму

У періоди фінансового поглиблення української економіки завдяки економічній стабілізації (після фінансових криз 1998 р., 2008–2009 рр.) простежувалася траєкторія сталого економічного зростання країни, що відтермінувало девальвацію на тлі припливу іноземного банківського капіталу. Проте у ці періоди фінансові ресурси спрямовувалися не для проведення технологічної модернізації підприємств реального сектора, а у кредитування високоприбуткових видів економічної діяльності (торгівлі), домогосподарств; здійснення операцій із державними цінними паперами.

До 2008 р. попит банків на кредити *рефінансування НБУ* був незначним. Під час криз 2008 р. та 2014 р. НБУ підвищував ставки рефінансування та розширював перелік можливої застави під забезпечення. Це допомагало збалансовувати попит на кредити рефінансування. У післякризові періоди НБУ продовжував здійснювати рефінансування, але в менших обсягах. Нормалізація стану банківської ліквідності та залучення нових депозитів давали змогу банкам повернути рефінансування, і частка кредитів НБУ у зобов'язаннях фінансових установ знижувалася.

Важливу роль у проведенні НБУ грошово-кредитної політики протягом 2008–2019 рр. відігравали *нормативи обов'язкового резервування*. Впродовж останніх двох десятиліть обов'язкові резерви утримувалися в межах від 0 до 15% від зобов'язань банків (див. Додаток Д). Під час кризи 2008 р. та 2014 р. НБУ знижував нормативи обов'язкових резервів до нуля.

До 2014 р. унаслідок неоптимальних дій уряду та регулятора коливання *обмінного курсу* провокувало скорочення валових резервів під час розгортання кризових процесів та проведення виплат за зовнішніми зобов'язаннями. Особливо це було помітно у 2014 р., коли після початку повномасштабної воєнної агресії РФ проти України і стрімкого розгортання девальвації було проголошено вільноплаваючий курс (рис. 4.1).

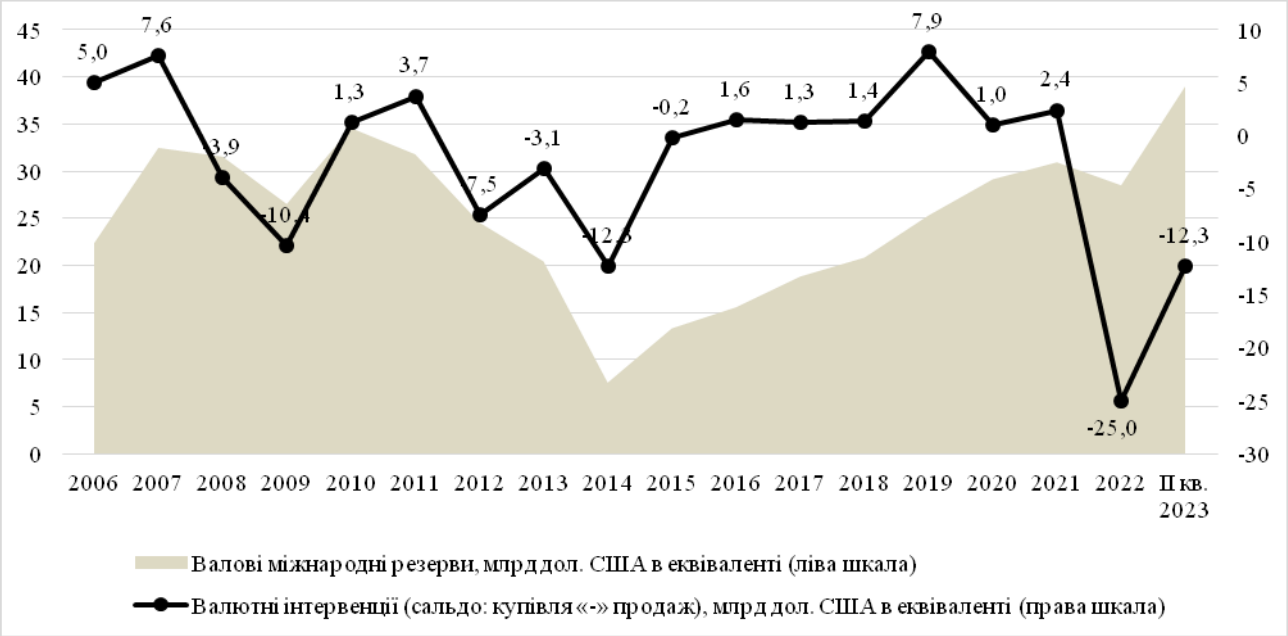

Рис. 4.1. Валютні інтервенції та валові міжнародні резерви НБУ, 2006 р. – II кв. 2023 р., *млрд дол. США в еквіваленті*

Джерело: складено за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

У 2014 р. відбувся перехід до гнучкого курсоутворення, що на тлі системної банківської кризи супроводжувалося значною девальвацією гривні. Щоб обмежити знецінення гривні, НБУ запроваджує ряд обмежень по операціях з валютою для населення та підприємств. Починаючи з 2016 р. НБУ поступово скасовує ці обмеження, запустивши процес валютної лібералізації, що тривав до 24 лютого 2022 р.

НБУ поступово послаблював адміністративні обмеження щодо руху капіталу та операцій за поточним рахунком, спрощував валютне ліцензування

та процедури інвестування. Так, тільки у 2019 р. було пом'якшено або взагалі скасовано близько 40 обмежень для валютних операцій бізнесу, банків, іноземних інвесторів та населення[102], ухвалено Закон України «Про валюту і валютні операції». Проте головним ефектом валютної лібералізації можна вважати приплив коштів нерезидентів у гривневі ОВДП.

Важливою віхою, що ознаменувала зміну напряму використання інструментів ГКП у 2020 р., стала економічна криза, викликана пандемією COVID-19. В умовах пандемії з метою підтримки стабільності банківської системи НБУ активізував довгострокове *рефінансування* банків. Обсяг наданих НБУ кредитів рефінансування збільшився за рік у 7,9 раза, а частка коштів НБУ в зобов'язаннях банків підвищилася на кінець 2020 р. до 3,8%[103]

У цьому ж році НБУ з метою пожвавлення кредитування реального сектора, крім короткострокових інструментів рефінансування, запровадив механізм довгострокового рефінансування строком від одного до п'яти років під плаваючу ставку (на рівні ключової) та під заставу, як і для тендерних кредитів. Таких кредитів у 2020 р. було надано в обсязі 48,5 млрд грн[104]. До того ж у 2020 р. було розширено перелік прийнятної застави, яку банки можуть надавати для отримання кредитів рефінансування – до заставного пулу були включені корпоративні облігації, випущені під державні гарантії, та муніципальні облігації.[105]

Поза тим, у 2020 р. було запроваджено новий інструмент – *своп процентної ставки*, за допомогою якого банки могли захиститися від процентного ризику та не закладати ризикову надбавку в ставки за кредитами реальному сектору. Починаючи з липня 2020 р. НБУ провів вісім аукціонів своп процентної ставки та уклав з банками угоди на суму 15,4 млрд грн. Загалом такі операцій з НБУ здійснили 14 банків[106]. На початку 2021 р. НБУ продовжив аукціони своп процентної ставки та збільшив їх частоту з метою стимулювання ринку операцій процентного свопа різної строковості. У І кв. 2021 р. аукціони проходили двічі на місяць: перший строком на один або два роки, другий – на довший термін (три, чотири або п'ять років).

[102] Стратегія Національного банку України. Програма дій 2020 / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-natsionalnogo-banku-ukrayini-programa-diy-2020

[103] Річний звіт Національного банку України за 2020 рік. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2020-rik

[104] Там само.

[105] Там само.

[106] Там само.

З метою подальшого зниження доларизації банківських вкладів з 10 березня 2020 р. НБУ встановив для гривневих коштів нульову ставку *резервування*, а для валютних – 10%, щоб норми обов'язкових резервів банків залежали від валюти залучених коштів, а не від їх строковості, як було раніше. Запроваджене диференціювання сприяло зниженню рівня доларизації коштів клієнтів у 2020 р. на 1,8 п.п. – до 38,0%[107], у 2021 р. – до 32,9%. Це відбулося попри ослаблення обмінного курсу національної валюти завдяки швидшому зростанню гривневої складової депозитів клієнтів порівняно з валютною[108].

У III кв. 2021 р. НБУ повернувся до жорсткої політики та розпочав згортання операцій із довгострокового рефінансування та процентного свопу. Так, спочатку у липні 2021 р. було зменшено терміни та обсяги довгострокового рефінансування. Із 01 липня 2021 р. з п'яти до трьох років було зменшено граничні строки, на які надаються довгострокові кредити рефінансування та укладаються угоди своп процентної ставки. Із 23 липня 2021 р. НБУ збільшив вартість рефінансування: 1) ставка за кредитами рефінансування на строк до 90 днів, що надаються шляхом проведення кількісного тендеру, була встановлена на рівні «облікова ставка + 1 п.п.» (раніше вона дорівнювала обліковій ставці); 2) ставка за кредитами рефінансування на строк до трьох років, що надаються шляхом проведення процентного тендера, була встановлена на рівні, не меншому, ніж «облікова ставка + 1 п.п.» (раніше вона була не меншою за облікову ставку). Крім того, тендери із довгострокового рефінансування НБУ обмежив обсягом у 5 млрд грн, а також скоротив частоту проведення аукціонів своп процентної ставки з двох до одного разу на місяць. Із 1 жовтня 2021 р. було скорочено строковість кредитів рефінансування на щотижневих тендерах з 90 до 30 днів та скорочено максимальний термін погашення процентного свопу[109]. Загалом до ескалації воєних дій у 2022 р. своп процентної ставки за два роки після запровадження так і не став популярним інструментом хеджування ризику банків від змін процентних ставок сектора, оскільки безпосередньо між банками ніяких інших угод, окрім як виключно з НБУ, не укладалося. Це пояснювалося однаковими очікуваннями банків щодо динаміки облікової ставки НБУ.

[107] Там само.
[108] Там само.
[109] Річний звіт Національного банку України за 2021 рік. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2021-rik

Необхідність реагувати на кризи стала важливим моментом у використанні інструментів грошово-кредитної політики, але також з'явилася потреба у більш ефективному спрямуванні ресурсів для розвитку реального сектора економіки.

Інструментарій ГКП в умовах повномасштабного вторгнення 2022 р.

Ще до повномасштабного російського вторгнення центральні банки розвинених країн світу розпочали застосування політики «дорогих грошей» з метою боротьби зі стрімкою інфляцією, яка значно зросла ще у 2021 р. та ще більше прискорилася на початку 2022 р. Зокрема, інфляція в Єврозоні прискорилася до рекордно високого рівня – 6% у І кв. 2022 р., а у травні 2022 р. – 8,1%. Її рівень у всьому світі значно зріс ще у 2021 р., але на початку 2022 р. він уже вдвічі перевищив свій попередній пік у липні 2008 р. Основними чинниками інфляції стали: зростання цін на сировинні товари на міжнародних ринках енергоносіїв та продовольства (через війну в Україні та поступове скорочення інвестицій у видобуток викопного палива внаслідок «зеленої» політики в останні роки), а також розрив логістичних ланцюгів[110]. Відповідно ЄЦБ зіткнувся з необхідністю вибору між стримуванням інфляції та підтримкою економічної активності (зайнятості) через дефіцит торговельного балансу з огляду на залежність Єврозони від російських енергоносіїв. Задля посилення дієвості каналів трансмісійного механізму ЄЦБ підвищив ключову ставку (депозитних інструментів) з 0,0 до 3,5% протягом 2022 р. – червня 2023 р. та прив’язав до неї норматив обов’язкового резервування.

Процентний канал НБУ. Впродовж лютого–травня 2022 р. облікова ставка в Україні залишалася незмінною на рівні 10%. На початку червня 2022 р. НБУ підвищив облікову ставку до 25%. Цей крок зумовив: зростання вартості кредитів рефінансування для банків (з 11 до 27%) та дохідності інвестицій банків у депозитні сертифікати НБУ (з 9 до 23%); незначне підвищення ставок за депозитами та ОВДП. З огляду на зростання облікової ставки НБУ розширив коридор процентних ставок за монетарними операціями з банками: із 3 червня 2022 р. ставка для кредитів рефінансування дорівнює обліковій ставці плюс

[110] Hernandez de Cos P. The inflationary episode in the euro area and the ECB’s monetary policy normalisation process. Institut d’Economia de Barcelona (IEB) 20th Anniversary - «20 years identifying problems and finding solutions». 2022, 31 May. URL: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/IIPP-2022-05-31-hdc-2-en.pdf

2 п.п., а для депозитних сертифікатів – обліковій ставці мінус 2 п.п.[111]. Із 7 квітня 2023 р. запроваджено трьохмісячний депозитний сертифікат під фіксовану ставку на рівні облікової (25%) та знижено ставки за депозитним сертифікатом овернайт з 23 до 20%[112].

Попри різке червневе зростання облікової ставки комерційні банки та уряд незначно підвищили ставки за гривневими депозитами та ОВДП, що засвідчило недостатню ефективність з огляду на млявість трансмісії від облікової ставки. Тож НБУ ініціював стимулювання банків до підвищення ставок депозитів фізичних осіб на строк понад три місяці через інструмент трьохмісячних депозитних сертифікатів під 25% річних з кінця 2022 р.

Водночас через війну в державному бюджеті скоротилася частка податкових надходжень. Державні видатки збалансовуються за рахунок збільшення обсягів державних запозичень. Відповідно в першому півріччі 2022 р. обсяг державного та гарантованого державою боргу збільшився як в абсолютному вимірі, так і у відношенні до ВВП (до близько 60% за оцінкою НБУ[113]). У липні 2022 р. сукупний державний борг України зменшився у доларовому вираженні, тоді як у гривні після девальвації офіційного курсу гривні до долара він збільшився на 25%. Станом на 28 лютого 2023 р. державний та гарантований державою борг становив 4,242 трлн грн, або 116,01 млрд дол. США[114]. За 2022 р. державний борг, номінований в іноземній валюті, збільшився на 12,8 млрд дол. США, або на 20,8%, а номінований у гривні – на 353,8 млрд грн, або на 36%.

У 2022 р. дефіцит бюджету фінансувався за рахунок міжнародних кредитних та грантових коштів (останні зараховуються до доходів бюджету) та монетизації з боку НБУ. В умовах обмеженості ринкового фінансування дефіциту бюджету центральний банк фактично є головним кредитором уряду, що посилює девальваційні процеси та знижує ефективність інструментів грошово-кредитної політики.

Політика рефінансування НБУ. Вже 24 лютого 2022 р. НБУ затвердив порядок бланкового рефінансування, а 25 лютого 2022 р. було проведено два

[111] Національний банк України підвищив облікову ставку до 25%. Пресреліз НБУ. 2 червня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25

[112] Національний банк України зберіг облікову ставку на рівні 25%. Пресреліз НБУ. 16 березня 2023. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zberig-oblikovu-stavku-na-rivni-25-16100

[113] Інфляційний звіт НБУ. Липень 2022 р.

[114] Державний борг та гарантований державою борг / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg

тендери для підтримки ліквідності, на яких банкам надано рефінансування в обсязі 51,5 млрд грн[115] (здебільшого державним банкам – ПриватБанку, Укргазбанку, Укрексімбанку, та російському Альфа-Банку[116]. У квітні 2022 р. було знижено частоту тендерів із рефінансування на строк до одного року раз на тиждень[117] з огляду на зростання профіциту ліквідності банківської системи. З 4 травня 2022 р. із метою розширення можливостей банків з отримання кредитів рефінансування під заставу ОВДП було пом'якшено підходи до оцінки вартості таких цінних паперів. Водночас доступ до бланкового рефінансування починаючи з 4 травня 2022 р. зберігається лише для банків, які вичерпали можливості отримання забезпеченого рефінансування та мають відплив коштів фізичних осіб із 23 лютого 2022 р. у розмірі 5% і більше[118].

Загалом з початку повномасштабного вторгнення піку приріст рефінансування банків сягнув у лютому та березні 2022 р., а надалі знижувався, у т.ч. після підвищення облікової ставки. На кінець II кв. 2023 р. заборгованість платоспроможних банків за такими кредитами скоротилася майже учетверо – до 37,1 млрд грн (при цьому державні банки мають найбільший борг за кредитами рефінансування) (рис. 4.2).

Водночас половина банків мала можливість компенсувати червневе підвищення вартості рефінансування (з 11 до 27% на 357 днів) за рахунок укладених у 2020–2021 рр. своп-контрактів з НБУ про хеджування процентного ризику за довгостроковим рефінансуванням. Хоча з листопада 2022 р. операції з бланкового рефінансування НБУ припинив[119], він продовжує надавати забезпечені кредити рефінансування як і до запровадження воєнного стану.

[115] Національний банк 25 лютого 2022 року надав рефінансування в обсязі 51,5 млрд грн для підтримки ліквідності банківської системи. Пресреліз НБУ. 26 лютого 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-25-lyutogo-2022-roku-nadav-refinansuvannya-v-obsyazi-515-mlrd-grn-dlya-pidtrimki-likvidnosti-bankivskoyi-sistemi

[116] Кредити, надані Національним банком на строк більше 30 календарних днів. URL: https://bank.gov.ua/ua/markets/loans-over-30-days?fbclid=IwAR2OeODA-mk33uhLOlRcoZZ7Iv08FZpArO7BpFhSXWFvJZZJtmg1YZF3O6k

[117] Національний банк із наступного тижня знизить до одного разу на тиждень частоту проведення тендерів із надання рефінансування на строк до одного року. Пресреліз НБУ. 15 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-iz-nastupnogo-tijnya-znizit-do-odnogo-razu-na-tijden-chastotu-provedennya-tenderiv-iz-nadannya-refinansuvannya-na-strok-do-odnogo-roku

[118] Уточнено порядок надання кредитів рефінансування для підтримки ліквідності банків. Пресреліз НБУ. 20 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/utochneno-poryadok-nadannya-kreditiv-refinansuvannya-dlya-pidtrimki-likvidnosti-bankiv

[119] Пом'якшено низку валютних обмежень та з огляду на рекордну ліквідність банківської системи змінено умови надання рефінансування банкам. Пресреліз НБУ. 5 листопада 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/pomyaksheno-nizku-valyutnih-obmejen-ta-z-oglyadu-na-rekordnu-likvidnist-bankivskoyi-sistemi-zmineno-umovi-nadannya-refinansuvannya-bankam

Проте стрімке підвищення нормативів обов'язкового резервування з кінця 2022 р. обмежує ймовірність дострокового погашення рефінансування. З іншого боку – банківський сектор має безпрецедентну за всі періоди надлишкову ліквідність, що і є причиною того, що переважна кількість банків розміщують кошти у депозитні сертифікати НБУ.

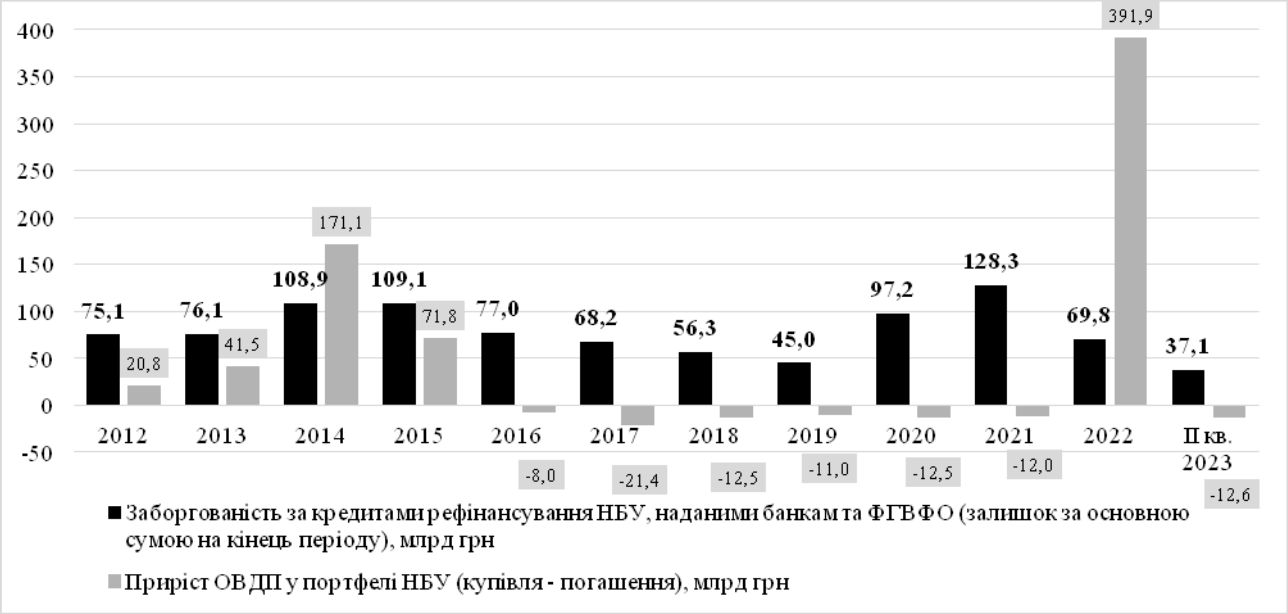

Рис. 4.2. Обсяг рефінансування та приріст ОВДП у портфелі НБУ, 2012 – II кв. 2023 р., *млрд грн*

Джерело: складено за даними: Макроекономічний та монетарний огляд, лютий 2015 р.; макроекономічний та монетарний огляд. липень 2023 р. Аналіз ліквідності / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/markets/fm-liquidity

Політика обов'язкового резервування НБУ. До 24 лютого 2022 р. НБУ мав намір на 2 п.п. підвищити нормативи обов'язкових резервів для банків за поточними рахунками в гривні та в іноземній валюті[120] з метою посилення процентного каналу монетарної трансмісії шляхом оптимізації структурного профіциту ліквідності в банківській системі. Однак рішення було скасовано[121] через повномасштабне вторгнення.

З 11 лютого 2023 р. НБУ підвищив нормативи обов'язкового резервування (з 5 до 10% за коштами у національній валюті та з 15 до 20% за коштами в іноземній валюті на поточних рахунках юридичних і фізичних осіб) та дозволив

[120] Національний банк змінює вимоги до обов'язкових резервів банків для посилення монетарної трансмісії. Пресреліз НБУ. 1 лютого 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-zminyuye-vimogi-do-obovyazkovih-rezerviv-bankiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi

[121] Скасовано рішення про підвищення нормативів обов'язкового резервування. Пресреліз НБУ. 9 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/skasovano-rishennya-pro-pidvischennya-normativiv-obovyazkovogo-rezervuvannya

банкам покривати половину обов'язкових резервів за рахунок ОВДП[122]. З 11-го березня 2023 р. нормативи обов'язкового резервування банками за коштами на вимогу та коштами на поточних рахунках фізичних осіб зросли з 10 до 20% у національній валюті та з 20 до 30% у іноземній валюті[123].

У результаті підвищення нормативів дохідність цих ОВДП у кінці 2022 р. зросла. Однак високий попит банків на ОВДП під резервування спонукав уряд у лютому 2023 р. знизити дохідність по короткострокових ОВДП. З 11 травня 2023 р. пільгові нормативи формування банками обов'язкових резервів за строковими коштами на рахунках фізичних осіб у національній (0%) та іноземній валютах (10%) поширюватимуться лише на депозити із строком від трьох місяців. До всіх інших залучених ресурсів було застосовано норматив резервування як до коштів на вимогу – в гривні – 20%, у валюті – 30% (замість 0% нормативу)[124].

Загалом нормативи резервування як інструмент заміщення монетарного фінансування не може бути ефективним, бо масштаб необхідного фінансування бюджету значно перевищує можливості банків із купівлі ОВДП. До того ж підвищення нормативів обов'язкового резервування не знизить обсяг надлишкової вільної ліквідності банків, оскільки дозвіл на розміщення половини резервів у ОВДП означає збільшення виплат уряду за процентами по них, що сприятиме нарощенню банківської ліквідності у довгостроковій перспективі.

Банківський нагляд. На початку воєнного стану НБУ ухвалив рішення про незастосування заходів впливу за порушення: банками – економічних нормативів, лімітів відкритої валютної позиції та строків подання статистичної звітності, банківськими групами – вимог щодо достатності регулятивного

[122] Національний банк продовжує імплементацію заходів для посилення монетарної трансмісії та активізації внутрішнього боргового ринку. Пресреліз НБУ. 31 січня 2023. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-prodovjuye-implementatsiyu-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi-ta-aktivizatsiyi-vnutrishnogo-borgovogo-rinku

[123] Національний банк вживає подальших заходів для посилення монетарної трансмісії та стимулювання конкуренції банків за строкові кошти вкладників. Пресреліз НБУ. 24 лютого 2023. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-podalshih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi-ta-stimulyuvannya-konkurentsiyi-bankiv-za-strokovi-koshti-vkladnikiv

[124] Національний банк України зберіг облікову ставку на рівні 25%. Пресреліз НБУ. 16 березня 2023. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-zberig-oblikovu-stavku-na-rivni-25-16100

капіталу, економічних нормативів ліквідності, кредитного ризику, якщо такі порушення виникли починаючи з 24 лютого 2022 р.[125].

Поза тим у березні 2022 р. НБУ скасував для банків економічний норматив короткострокової ліквідності (Н6) у зв'язку із завершенням перехідного періоду запровадження коефіцієнта чистого стабільного фінансування (NSFR), що стимулюватиме банки покладатися на стабільніші та довгострокові джерела фондування, зменшуючи залежність від короткострокового фінансування[126].

У березні 2022 р. НБУ на період дії воєнного стану зупинив проведення планових та позапланових виїзних перевірок банків та небанківських установ щодо здійснення нагляду у сфері фінансового моніторингу, дотримання валютного та санкційного законодавства[127]; продовжив строки подання інформації учасниками ринку небанківських фінансових послуг щодо врахованих рекомендацій за результатами інспекційних перевірок, проведених у 2022 р.[128]. У квітні 2022 р. НБУ дозволив банкам реалізовувати кредитні канікули, а саме не враховувати прострочення за кредитами під час оцінювання кредитного ризику, та дозволив фінансовим установам пропонувати своїм клієнтам-споживачам реструктуризацію заборгованості за споживчим кредитом або кредитні канікули[129]. Крім того, з метою посилення кредитної підтримки стратегічно важливих галузей економіки НБУ пом'якшив обмеження щодо

[125] Національний банк вживає чергових заходів для підтримання стабільності банківської системи на час дії в Україні воєнного стану. Пресреліз НБУ. 25 лютого 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-chergovih-zahodiv-dlya-pidtrimannya-stabilnosti-bankivskoyi-sistemi-na-chas-diyi-v-ukrayini-voyennogo-stanu

[126] Національний банк скасував розрахунок банками нормативу короткострокової ліквідності. Пресреліз НБУ. 23 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-skasuvav-rozrahunok-bankami-normativu-korotkostrokovoyi-likvidnosti

[127] Спрощено порядок ідентифікації та верифікації покупців військових облігацій та зупинено здійснення виїзних перевірок з фінмоніторингу на період дії воєнного стану. Пресреліз НБУ. 24 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/sproscheno-poryadok-identifikatsiyi-ta-verifikatsiyi-pokuptsiv-viyskovih-obligatsiy-ta-zupineno-zdiysnennya-viyiznih-perevirok-z-finmonitoringu-na-period-diyi-voyennogo-stanu

[128] Строки надання інформації за результатами інспекційних перевірок для небанківських фінансових установ продовжено. Пресреліз НБУ. 31 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/stroki-nadannya-informatsiyi-za-rezultatami-inspektsiynih-perevirok-dlya-nebankivskih-finansovih-ustanov-prodovjeno

[129] Фінансовим установам рекомендовано пропонувати клієнтам-споживачам реструктуризацію заборгованості за споживчим кредитом або кредитні канікули. Пресреліз НБУ. 14 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/finansovim-ustanovam-rekomendovano-proponuvati-kliyentam-spojivacham-restrukturizatsiyu-zaborgovanosti-za-spojivchim-kreditom-abo-kreditni-kanikuli

здійснення банками активних операцій з пов'язаними з банком особами в частині надання гарантій/акредитивів[130].

Канал обмінного курсу НБУ. Найбільш критичною зміною практики ГКП в Україні з моменту повномасштабного вторгнення стало посилення валютного регулювання. Так, уже 24 лютого 2022 р. НБУ зафіксував обмінний курс на рівні 24 лютого та призупинив роботу валютного ринку (було запроваджено адміністративні обмеження на валютні операції та рух капіталу)[131]. Зокрема, на початку березня 2022 р. обсяг операцій між банками на валютному ринку залишався незначним (близько 10 млн дол. США на день)[132].

Високий попит на готівкову валюту українців за кордоном та відновлення імпорту порівняно з експортом спонукали НБУ 21 березня 2022 р. внести зміни[133] у правила зняття готівкової іноземної валюти в Україні та за кордоном, бо на тлі існування множинних курсів (карткових та готівкових) значні обсяги купівлі банками валюти для розрахунків із міжнародними платіжними системами створювали ажіотажний тиск на попит на валюту.

Зокрема, у березні 2022 р. обсяг чистих перерахувань іноземної валюти українськими банками на користь міжнародних платіжних систем становив 1,7 млрд дол. США[134]. Крім того, поки діяв безподатковий режим увезення із-за кордону вживаних автомобілів, для їх купівлі попит на готівковому ринку перевищував пропозицію. Водночас протягом перших місяців повномасштабної війни банкам не вистачало готівки з логістичних причин.

Протягом квітня 2022 р. НБУ послабив та уточнив низку обмежень операцій в іноземній валюті. З метою мінімізації тіньових готівкових валютообмінних операцій з 14 квітня 2022 р. НБУ дозволив банкам продавати готівкову іноземну

---

[130] Затверджено додаткові заходи для підтримки стабільної діяльності банківської системи. Пресреліз НБУ. 22 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/zatverdjeno-dodatkovi-zahodi-dlya-pidtrimki-stabilnoyi-diyalnosti-bankivskoyi-sistemi

[131] НБУ зобов'язується повернутися до режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням – Основні засади грошово-кредитної політики. Пресреліз НБУ. 18 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-zobovyazuyetsya-povernutisya-do-rejimu-inflyatsiynogo-targetuvannya-z-plavayuchim-kursoutvorennyam--osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki

[132] Міжбанківський валютний ринок поступово відновлює свою роботу. Пресреліз НБУ. 13 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/mijbankivskiy-valyutniy-rinok-postupovo-vidnovlyuye-robotu

[133] Національний банк збільшив ліміт на зняття готівки в Україні з рахунків у іноземній валюті та уточнив низку обмежень на транскордонні операції. Пресреліз НБУ. 21 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-zbilshiv-limit-na-znyattya-gotivki-v-ukrayini-z-rahunkiv-u-inozemniy-valyuti-ta-utochniv-nizku-obmejen-na-transkordonni-operatsiyi

[134] Національний банк запроваджує додаткові заходи для запобігання непродуктивному відтоку капіталу. Пресреліз НБУ. 21 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-zaprovadjuye-dodatkovi-zahodi-dlya-zapobigannya-neproduktivnomu-vidtoku-kapitalu

валюту фізичним особам у межах різниці між загальними обсягами купленої нею готівкової іноземної валюти та проданої та визначив особливості встановлення курсів готівкових валют для операцій уповноважених установ із клієнтами[135]. З 5 вересня 2022 р. банкам було дозволено продавати клієнтам – фізичним особам готівкову валюту на суму, яка включає також увесь обсяг придбаної з 13 квітня у населення безготівкової валюти, а не половину, як було раніше[136].

З моменту повномасштабного вторгнення РФ валютні резерви витрачалися на підтримку фіксованого курсу на рівні 29,25 грн/дол. США, але 21 липня 2022 р. підвищення курсу на 25% – до 36,56 грн/дол. США (курс залишився фіксованим) уповільнило їх скорочення у липні–серпні 2022 р. Більше того, нарощення золотовалютних резервів відбулося завдяки значному припливу міжнародної фінансової допомоги: якщо в кінці 2022 р. міжнародні резерви становили 28,5 млрд дол. США, то на 1 липня 2023 р. – 38,9 млрд дол. США[137]. Крім того, у березні 2022 р. з метою збільшення міжнародних резервів НБУ та Національний банк Польщі підписали договір про здійснення операції валютний своп гривня/долар США обсягом до 1 млрд дол. США в еквіваленті строком на один рік[138]. Подібна угода на умовах своп була укладена з метою накопичення міжнародних резервів та під час пандемії. Так, у 2020 р. НБУ та ЄБРР підписали договір про здійснення валютних операцій своп гривня/долар США до 500 млн дол. США протягом двох років[139].

Отже, з початку повномасштабної війни НБУ обмежив активність банків на валютному ринку, зменшив обсяги відпливу валюти за кордон та встановив ліміти на операції з готівковою валютою. Упродовж 2023 р. валютний ринок функціонував в режимі обмежень. Водночас упродовж 2022 р. резерви

[135] Національний банк дозволив банкам продавати населенню готівкову іноземну валюту та уточнив правила погашення банками позик перед нерезидентами. Пресреліз НБУ. 14 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-dozvoliv-bankam-prodavati-naselennyu-gotivkovu-inozemnu-valyutu-ta-utochniv-pravila-pogashennya-bankami-pozik-pered-nerezidentami

[136] НБУ продовжує вживати заходів для збільшення пропозиції готівкової валюти, урегулювання бізнесом зовнішньої заборгованості та захисту міжнародних резервів. Пресреліз НБУ. 5 вересня 2022. URL: https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-prodovjuye-vjivati-zahodiv-dlya-zbilshennya-propozitsiyi-gotivkovoyi-valyuti-uregulyuvannya-biznesom-zovnishnoyi-zaborgovanosti-ta-zahistu-mijnarodnih-rezerviv

[137] Статистика зовнішнього сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external

[138] Договір із Національним банком Польщі про валютний своп на 1 млрд дол. США укладено. Пресреліз НБУ. 22 березня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/dogovir-iz-natsionalnim-bankom-polschi-pro-valyutniy-svop-na-1-mlrd-dol-ssha-ukladeno

[139] Національний банк та ЄБРР підписали договір про валютний своп на 0,5 млрд дол. США. Пресреліз НБУ. 7 травня 2020. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ta-yebrr-pidpisali-dogovir-pro-valyutniy-svop-na-05-mlrd-dol-ssha

зростали насамперед завдяки надходженню значного обсягу міжнародної допомоги, що відбулося на тлі помірних боргових виплат країни в іноземній валюті та додаткових інтервенцій з продажу валюти – (обсяг інтервенцій НБУ на продаж становили: 2019 р. – 529 млн дол. США; 2020 р. – 3891 млн дол. США; 2021 – 1276 млн дол. США; 2022 р. – 28346 млн дол. США). Повернення до вільно плаваючого валютного курсу означало би зняття адміністративних обмежень на рух приватного капіталу, що призведе до його відпливу з України. В умовах війни приплив капіталу забезпечується виключно за рахунок міжнародної фінансової допомоги.

4.2. Вплив інструментарію ГКП на «ефект витіснення»

Ефект витіснення проявляється, коли фінансові ресурси спрямовуються в державні боргові інструменти у такому масштабі, коли це значно обмежує доступність фінансування приватних інвестицій і гальмує економічний розвиток. Витіснення більш виражене у менш розвинених фінансових системах через меншу доступність джерел фінансування та залежність від банківського сектора[140]. Вплив витіснення державним боргом приватних інвестицій (фінансових активів, випущених недержавним сектором) посилюється, коли падіння інвестицій уповільнює поширення нових технологій і якщо збільшення державних запозичень використовується не для продуктивних державних інвестицій[141].

Українська практика засвідчує, що активна купівля державних облігацій уряду та використання банками цінних паперів НБУ зумовлює ефект витіснення, провокуючи зменшення обсягу позичкових коштів, доступних для населення та бізнесу (рис. 4.3). Зростання співвідношення вкладень банків у державні облігації до банківських зобов’язань демонструє ту частку залучених депозитів, яка витісняється урядом (пік спостерігався у 2020 р. – 32%). Купівля ОВДП є безризиковою операцією для банків та не вимагає формування резервів під кредитні ризики. Перевантаження державними борговими інструментами витісняє кредитування. Крім того, підвищення облікової ставки у червні 2022 р. уповільнило кредитування.

[140] Attout A., Baldini A., Schmidt V., Zwart S. Is crowding out of private sector credit inhibiting Africa’s growth? / European Investment Bank. 2022. URL: https://data.europa.eu/doi/10.2867/041314

[141] Ikonen Pasi. Financial depth, debt, and growth / Bank of Finland. No. E:51. Helsinki, 2017. URL: https://nbn-resolving.de/urn:NBN:fi:bof-201705171300

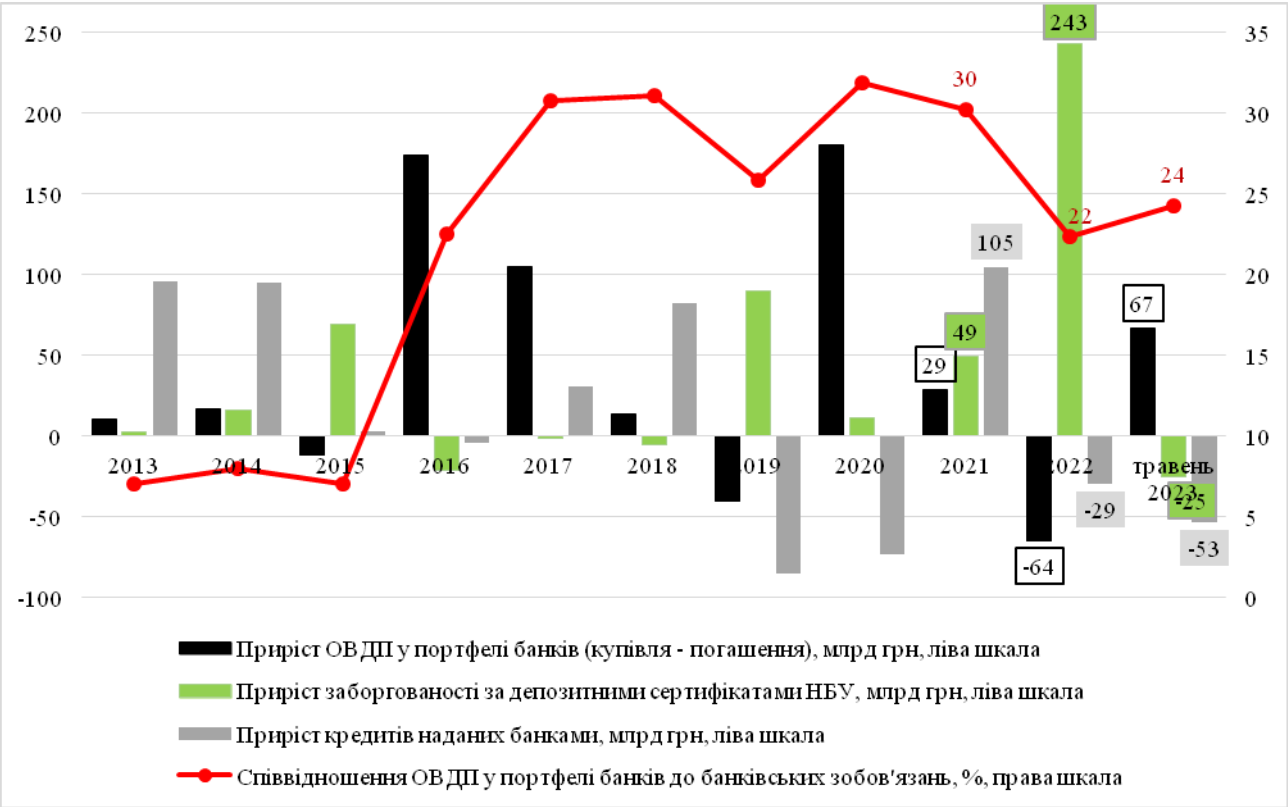

Рис. 4.3. Приріст депозитних сертифікатів, кредитування, ОВДП та частка ОВДП у зобов'язаннях банків, 2013 р. – травень 2023 р.

Джерело: складено за даними: Наглядова статистика / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist

Банки скорочували частку ресурсів, спрямованих у кредитування, збільшуючи частку інвестицій у державні цінні папери через вищу дохідність (рис. 4.4). На кінець травня 2023 р. максимальна дохідність за ОВДП зберігалася на рівні 19% річних. До того ж в умовах повномасштабної війни розпочалося витіснення не лише з сегмента кредитування, а й із державних облігацій: протягом 2022 р. на тлі зростання у портфелях банків депозитних сертифікатів на 243 млрд грн, інвестиції у ОВДП зменшилися (рис. 4.3).

Серед найбільших власників ОВДП залишалися державні банки. Комерційні банки не були зацікавлені у інвестиціях в ОВДП через низькі ставки порівняно з вищими ставками за депозитними сертифікатами НБУ до отримання можливості врахування ОВДП у нормативах резервування у кінці 2022 р.

Варто відзначити, що, навіть зважаючи на те, що ставка за ОВДП нижча, ніж за депозитними сертифікатами, дохідність депозитних сертифікатів усе одно

видається завищеною. Отже, причиною виникнення вітчизняного ефекту витіснення приватних ресурсів є неоптимальна диференціація дохідності основних інструментів грошового ринку.

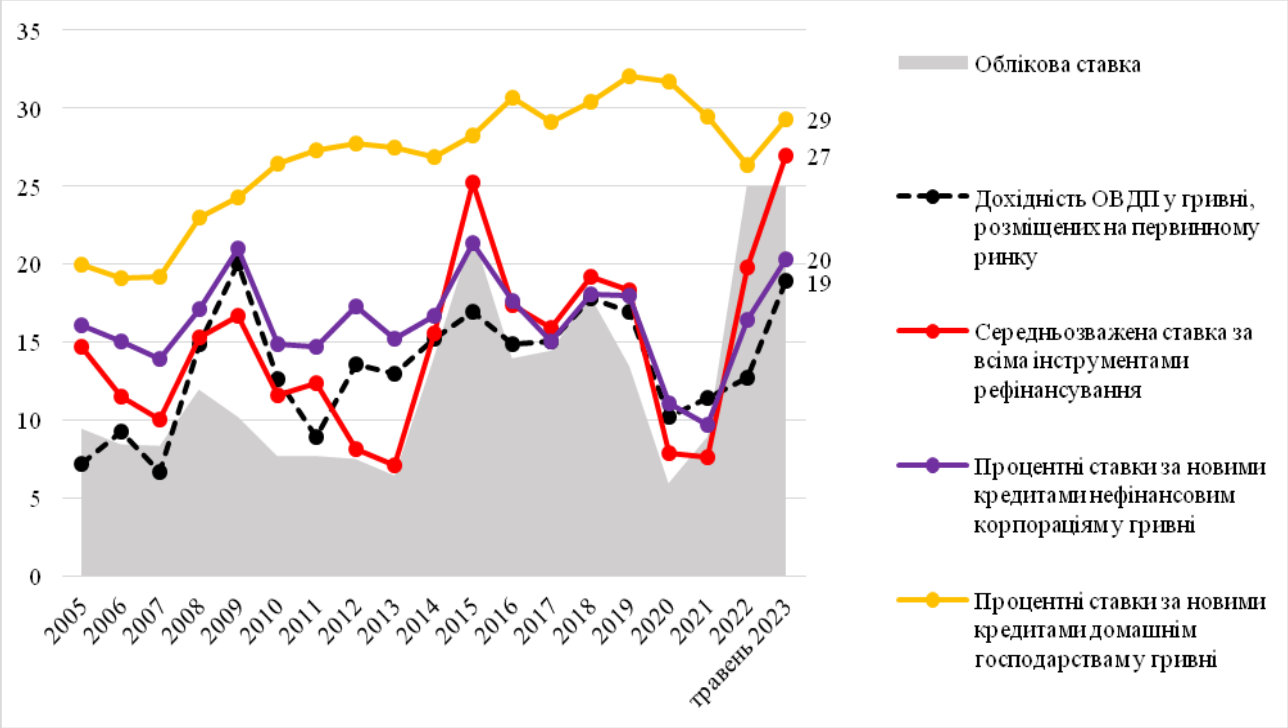

Рис. 4.4. Середньозважені процентні ставки у гривні, 2005 р. – травень 2023 р., %

Джерело: складено за даними Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Під час війни ринкові стимули не спроможні забезпечити ефективність кредитного каналу. Продуктивне спрямування грошової емісії в економіку можливе за рахунок, з одного боку, поліпшення строкової структури залучених банківських коштів, а з іншого – заохочення банків до переорієнтації банківської діяльності на кредитування за рахунок державної підтримки інвестиційних проєктів в інтересах створення нової доданої вартості.

Для економічного відновлення важливим є розвиток вторинного ринку цінних паперів, а не тільки торгівля ОВДП на первинному ринку, оскільки в такому разі кредитні ресурси банків відволікаються на фінансування дефіциту державного бюджету. Хоча на початку серпня 2022 р. НКЦПФР відкрила вторинний ринок держоблігацій, обсяги торгів державними облігаціями залишаються невеликими. З метою спрощення доступу нерезидентів до ОВДП у

квітні 2022 р. НБУ запровадив нові моделі обліку цінних паперів нерезидентів та розширив можливості застосування «лінку» з міжнародним депозитарієм[142].

Однак ризики воєнного стану не сприяють відновленню інтересу іноземних інвесторів до вітчизняних боргових інструментів (до 24 лютого ОВДП були єдиним доступним іноземцям ліквідним активом в Україні). Хоча НБУ надав дозвіл інвесторам-нерезидентам репатріювати за кордон проценти за ОВДП, отримані після 1 квітня 2023 р. (близько 120 млн дол. США в еквіваленті за офіційним курсом НБУ), це не збільшило зовнішній попит на ОВДП через існуючу заборону на репатріацію основної суми, інвестованої в ОВДП[143].

Водночас застосування офіційних гарантій іншими урядами українських облігацій у довгостроковій перспективі могло би привернути до ринку ОВДП увагу інвесторів-нерезидентів. Купівля нерезидентами довгострокових паперів на первинному ринку могла би сприяти пожвавленню внутрішнього боргового ринку.

Ефективність процентного каналу трансмісійного механізму НБУ. Протягом року повномасштабної війни вільні банківські ресурси використовувалися переважно не для підвищення інвестиційної активності чи підтримки фінансування воєнного дефіциту державного бюджету, а лише перерозподілялися на користь короткострокових, але високоприбуткових депозитних сертифікатів НБУ. Як наслідок – профіцит банківської ліквідності стримує трансмісію за процентним каналом НБУ, бо банки не мають стимулів до активізації кредитування.

Коригування процентних ставок за депозитними сертифікатами могло би стимулювати банки змінювати процентні ставки кредитів та депозитів. Однак, незважаючи на воєнну агресію, НБУ дотримується ринкових інструментів грошово-кредитної політики.

Моделювання[144] VAR-моделі процентного каналу НБУ протягом 2016 р. – березня 2022 р. засвідчило, що гривневі ставки за строковими депозитами

[142] Національний банк сприяє спрощенню доступу нерезидентів до державних цінних паперів України. Пресреліз НБУ. 22 квітня 2022. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-spriyaye-sproschennyu-dostupu-nerezidentiv-do-derjavnih-tsinnih-paperiv-ukrayini

[143] Інвестори-нерезиденти матимуть змогу репатріювати за кордон проценти за ОВДП, отримані після 1 квітня 2023 року. Пресреліз НБУ. 22 березня 2023. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/investori-nerezidenti-matimut-zmogu-repatriyuvati-za-kordon-vidsotki-za-ovdp-otrimani-pislya-1-kvitnya-2023-roku

[144] Моделювання дії каналу процентних ставок проводилося за методологією, розкритою у працях І.Г. Лук'яненко, Б.Б. Бричка , М.І. Макаренко та К.М. Жулінської, у середовищі Eviews із використанням даних НБУ та Державної служби статистики України. Для аналізу дії процентного каналу в Україні застосовано метод векторної авторегресії (VAR), щоб проаналізувати, як облікова

фізичних осіб, за новими кредитами резидентам, рефінансування та дохідності ОВДП нечутливі до зміни ключової ставки НБУ. Зокрема, аналітичний метод відображення інтервалів довіри для функції імпульсних відгуків для 30 місяців продемонстрував, що у відповідь на шок облікової ставки НБУ (DR) не спостерігалося зниження інфляції (CPI) в короткостроковому періоді. Ставка за строковими гривневими депозитами фізичних осіб (DEP_R) різко зростала з подальшим зниженням. Дохідність ОВДП (GOV_BO_R) спочатку зростала і потім ознаменувалась волатильністю в довгостроковій перспективі. Ставка за новими гривневими кредитами резидентам (LEN_R) спочатку знижувалась з подальшим затуханням. Ставка рефінансування (RR) спочатку різко знижувалась, а потім повільно зростала і затухала в довгостроковій перспективі. Загалом функції імпульсних реакцій свідчать про те, що зміни облікової ставки не можуть стримувати інфляційну волатильність, а реакція на дохідність державних облігацій залежить насамперед від необхідності фіскального фінансування, а не від зміни облікової ставки. Аналіз декомпозиції дисперсії для змінних оціненої VAR моделі засвідчив що варіація:

а) інфляції викликана в основному факторами, які здебільшого виходять за межі політики облікової ставки НБУ (у 2-му місяці 87% варіації ІСЦ пояснюється її минулими значеннями, у 30-му місяці – 63%), та зміною облікової ставки (у 2-му місяці на 8%, у 30-му місяці – на 17%);

б) ставки строкових гривневих депозитів фізичних осіб пояснюється своєю зміною (у 2-му місяці – на 82%, у 30-му місяці – на 52%) та коливаннями облікової ставки (у 2-му місяці – на 14%, у 30-му місяці – на 22%);

в) дохідності ОВДП пояснюється своєю зміною (у 2-му місяці на – 93%, у 30-му місяці – на 50%) та коливаннями ставки облікової ставки (у 2-му місяці на 5%, у 30-му місяці на 10%) й ставки за новими гривневими кредитами резидентам (у 2-му місяці – на 0,3%, у 30-му місяці – на 24%);

ставка НБУ впливає на інші процентні ставки, і потім – як процентні ставки впливають на інфляцію. У VAR-моделі використано місячні дані за період із січня 2016 р. по квітень 2023 р. (оскільки інфляційне таргетування працює з 2016 р.), тобто 88 спостережень.

Див. детальніше: Лук'яненко І.Г., Жук В.М. Аналіз часових рядів. Побудова Var і Vecm моделей з використанням пакета E.Views 6.0. Київ: НАУКМА, 2013. 176 с.; Лук'яненко І.Г., Городніченко Ю.О. Сучасні економетричні методи в фінансах. Київ: Літера, 2003. 348 с.; Бричка Б.Б. Грошово-кредитна політика НБУ у забезпеченні стабільності національної грошової одиниці: дис. на здобуття наук. ступеня к.е.н. за спеціальністю 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Львівський національний університет імені Івана Франка. Львів, 2020; Макаренко М.І., Жулінська К.М. Ефективність грошово-кредитного регулювання макроекономічної динаміки: монографія. Суми: ТОВ «Друкарський дім «Папірус», 2013. 204 с.

г) ставки за новими гривневими кредитами пояснюється своєю зміною (у 2-му місяці – на 81%, у 30-му місяці на 55%) та змінами інфляції (у 2-му місяці на 7%, у 30-й місяці – на 18%) та облікової ставки (у 2-му місяці на 6%, у 30-му місяці – на 11%);

д) ставки рефінансування пояснюється пояснюється своєю зміною (у 2-му місяці – на 49%, у 30-му місяці – на 37%) і зміною облікової ставки (у 2-му місяці на 28%, у 30-му місяці на 25%).

У цілому за рівнем значущості облікова ставка НБУ найбільше впливає на ставку рефінансування, потім на ставку строкових депозитів фізичних осіб, потім на інфляцію, потім на ставку нових кредитів резидентам і потім на дохідність державних облігацій.

У підсумку можна зазначити, що в умовах воєнної агресії 2022 р. ефективність жорсткої грошово-кредитної політики НБУ забезпечувалась:

а) фіксацією валютного курсу та уведенням обмежень на стримування попиту на валюту від 24 лютого 2022 р.;

б) утриманням облікової ставки на рівні 25% від червня 2022 р.;

в) підняттям нормативів обов’язкового резервування для коштів по поточних рахунках від грудня 2022 р.

Ефективність грошово-кредитної політики НБУ проявилася у:

а) стримуванні інфляції на рівні 26,6% (до грудня 2021 р.) за підсумками 2022 р. і на рівні 12,8% у червні 2023 р.[145], тобто вона не стала рекордною і почала сповільнюватися;

б) поступовому зростанні ставок за депозитами в гривні від червня 2022 р.;

в) активізацією внутрішнього боргового ринку (зростанням попиту на ОВДП серед банків).

Обмежена ефективність грошово-кредитної політики НБУ проявлялася у збільшенні ліквідності на тлі зростання виплат Національним банком процентів за депозитними сертифікатами та виплат урядом процентів по ОВДП.

Процентний канал і до повномасштабного вторгнення діяв з обмеженою ефективністю. В умовах повномасштабної війни виключно ринковими стимулами складно змінити строкову структуру депозитної бази, активізувати кредитування бізнесу чи вплинути на вартість внутрішніх позик.

Завдяки комплементарності застосованих інструментів грошово-кредитна політика НБУ була ефективною для забезпечення фінансової стабільності в

[145] Державна служба статистики України. URL: https://ukrstat.gov.ua/

умовах повномасштабної воєнної агресії 2022 р. у частині обмеження девальваційних процесів завдяки вчасному запровадженню фіксованого курсу, посиленню валютних обмежень та їх подальшому коригуванню. Дієвість грошово-кредитної політики була забезпечена вчасним відходом від лібералізації валютної політики та інфляційного таргетування на користь адміністративних обмежень та прямого фінансування дефіциту бюджету, що забезпечило відносну стабільність (хоча інфляція очікувано прискорилася, проте не вийшла з-під контролю). Водночас зовнішнє фінансування дозволило перекрити втрати валютних резервів НБУ на підтримку курсу і навіть накопичити їх.

Хоча підвищення облікової ставки посприяло тамуванню інфляції, ефективність процентної політики у 2022 р. була обмеженою в частині регулювання гривневих ставок грошового ринку. Так само підвищення нормативів резервування не сприяло підвищенню ставок за строковими депозитами, щоб зміцнити ресурсну базу для кредитування.

У повоєнний період імовірно залишатимуться актуальними заходи контролю за валютним курсом, а також розширення цілей грошово-кредитної політики. Окрім таргету індексу споживчих цін слід встановити й інші цілі, за значимістю рівноцінні підтримці цінової стабільності. Так, рівень безробіття/зайнятості, рівень реального ВВП / темпи його зростання можуть стати додатковими цілями грошово-кредитної політики для створення економічного стимулу. Крім того, цільові показники інфляції є критерієм, за яким можна оцінювати дії центрального банку, але це не гарантує успіх грошово-кредитної політики. Це підтверджує тезу про необхідність комбінування монетарних режимів та інструментів, а також розширення цілей грошово-кредитної політики за межі виключно цінової стабільності.

Розділ 5
РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ У РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Спроби якісного перетворення фінансового сектора України характеризують його розвиток впродовж декількох останніх десятиліть. Це вплинуло як на поточні характеристики вітчизняних фінансових ринків, так і на їх адаптивність до змін грошово-кредитної політики.

Підписання Угоди про асоціацію з ЄС у 2014 р. розпочало процес реформування фінансового сектора в Україні, що передбачало гармонізацію фінансового законодавства (банківського, страхового, фондового ринку, небанківського ринку) із законодавством Європейського Союзу і було спрямоване на підвищення прозорості та відкритості цих ринків, досягнення вимог та рівня розвитку фінансового сектора ЄС, забезпечення стабільності та динамічного розвитку, підвищення інституційної спроможності фінансового сектора, захисту прав споживачів фінансових послуг та інвесторів.

Період активного реформування відповідно до зазначених цілей повною мірою збігся із початком російської війни проти України. Анексія Криму та окупація Донецької та Луганської області призвели до болючих втрат банками своїх активів на цих територіях та дуже значних фінансових втрат бізнесу, населення та держави.

5.1. Структурно-функціональні особливості банківського ринку як фактор ефективності ГКП

Події, що розгорнулися в Україні на початку 2014 р., мали наслідком системну банківську кризу. Їй передувала несприятлива європейська економічна кон’юнктура, пов’язана із кризою суверенних боргів у 2012–2014 рр. Для України 2014 р. супроводжувався розгортанням воєнного конфлікту та втратою значної частини економічного та інфраструктурного потенціалу, понад трикратним падінням курсу гривні і, як наслідок, значними втратами платоспроможності бізнесу та населення.

У цих умовах Національний банк України розпочав «очищення» банківського сектора. Загалом за 2015 р. кількість діючих банків зменшилася із 158 до 117, за 2016 р. – до 96 та за п’ять місяців 2017 р. – до 90 (із них 38 – із

іноземним капіталом, у тому числі 17 – із 100% іноземним капіталом). Зменшення кількості банків та збиткові результати діяльності банківського сектора призвели до скорочення структурних підрозділів банків України за період з 2015 р. до початку квітня 2017 р. на 34%. Рада Нацбанку оцінила втрати економіки від банківської кризи 2014–2016 рр. у 38% ВВП[146].

Криза банківського сектора призвела до значних економічних втрат, які компенсувалися за рахунок бюджетних коштів. Згідно з оцінками Національного банку, на таке фінансування витрачено 4,4% ВВП. Також 2,5% ВВП втрачено на рефінансування тих банків, які були визнані неплатоспроможними в 2008–2009 рр. та в 2014 р. Як наслідок, прямі фіскальні витрати України на подолання наслідків кризи банківського сектора сягнули 14% ВВП, що перевищує відповідні витрати, понесені під час фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр.

Крім держави, втрат зазнали і суб'єкти господарювання, що тримали свої кошти в банках, визнаних неплатоспроможними (оскільки повернення таких коштів не гарантується державою), а також фізичні особи, вклади яких перевищували гарантовану державою суму. Загальний обсяг таких коштів становить 16% ВВП[147]. Також втрат зазнали власники функціонуючих банків через необхідність проведення докапіталізації та власники неплатоспроможних банків.

На сьогодні можна виділити такі ключові особливості функціонування банківської системи України, що обмежують її ефективність, а також впливають на ефективність трансмісійного механізму:

– незбалансованість фінансового сектора в частині розподілу активів, що проявляється як у розрізі фінансових ринків (висока частка банківського сектора порівняно з небанківським сектором), так і у розрізі банківського ринку (переважання частки банків з державним капіталом за мінімальної частки приватного національного капіталу);

– збільшення вкладень банків у депозитні сертифікати;

[146] Оцінка Радою Національного банку України діяльності Правління Національного банку України щодо розвитку банківської системи та окремих нормативних актів з питань банківської діяльності. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Decision_04072017_29_rd

[147] Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України / [Зимовець В.В., Даниленко А.І., Терещенко О.О. та ін.]; за ред. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. 306 с. URL : http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf

– обмеженість фондового ринку (в основному торгівля державними цінними паперами).

– низький рівень кредитування, що проявляється як на макроекономічному рівні, так і у структурі доходів банківських установ.

Велика частка банків з державним капіталом

Після декількох хвиль націоналізації у 2008–2009 рр. та 2014–2016 рр. на початок 2023 р. держава має значну участь у ПриватБанку, Ощадбанку, Укрексімбанку та Укргазбанку. Після таких націоналізацій частка держави у загальних активах банківської системи на початок 2015 р. зросла із 17,3% до 56,5% на початок 2023 р. (рис. 5.1).

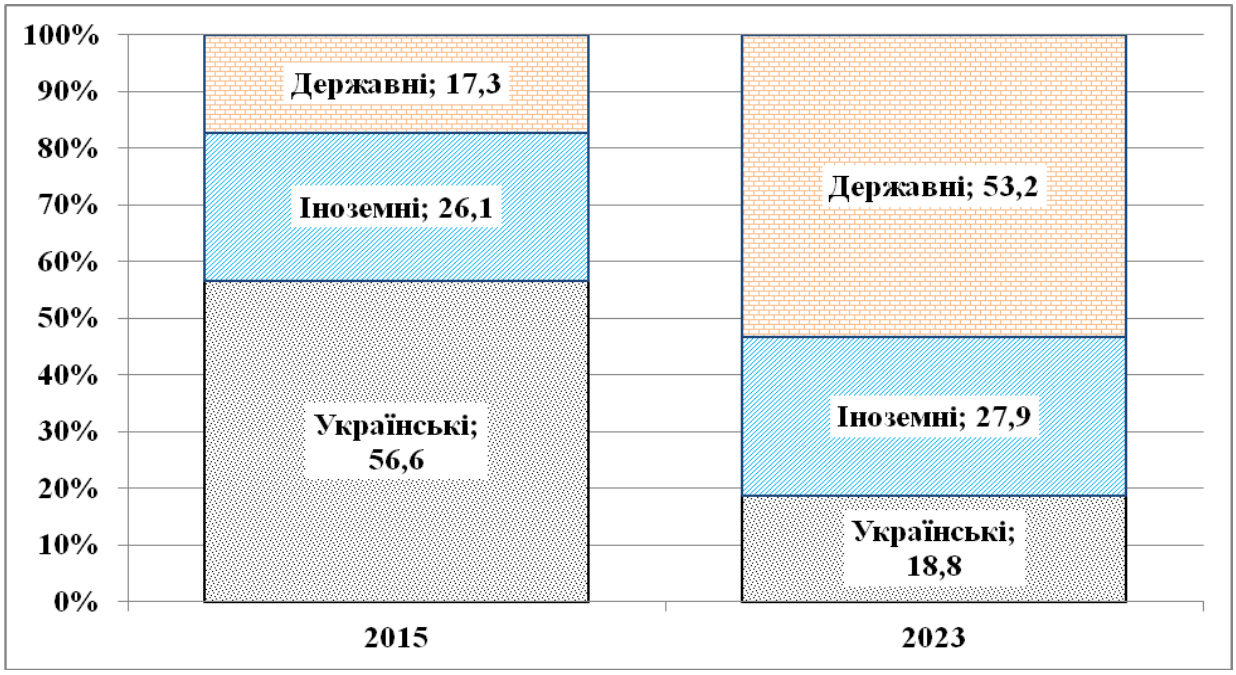

Рис. 5.1. Структура банківської системи України за власністю

Джерело: складено автором за даними: Огляд банківського сектора України / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/oglyad-bankivskogo-sektoru-serpen-2023-roku

Таке збільшення частки держави у банківській системі відбулося за рахунок приватних вітчизняних банків. Якщо частка в активах іноземних банків навіть трохи збільшилася, то частка активів приватного сектора сильно скоротилася. Це суттєво вплине на конкурентоздатність вітчизняної банківської системи та на можливість якісного обслуговування її клієнтів.

На збільшення частки державних банків у майбутньому ще може вплинути націоналізація Сенс Банку (раніше – Альфа-Банк) та Першого Інвестиційного Банку (PINBank), основними акціонерами яких були російські громадяни. 29

травня 2023 р. Верховна Рада України ухвалила Закон України від 29.05.2023 № 3111-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення процедури виведення з ринку банку в умовах воєнного стану», який дозволяє НБУ націоналізувати банки підсанкційних власників, до яких відноситься і Сенс Банк.

Це означає, що після ухвалення зазначеного Закону НБУ зобов'язаний визнати Сенс Банк неплатоспроможним та запропонувати уряду його націоналізувати. Якщо уряд погодиться на націоналізацію, то вона проходитиме за спрощеною процедурою. На 01 січня 2023 р. активи Сенс Банку оцінювалися у 95,9 млрд грн загальних і 75 млрд грн чистих.

Збільшення вкладень банків в ОВДП та депозитні сертифікати

На початку червня 2022 р. Правління НБУ підвищило облікову ставку з 10 до 25% річних. Це стало неприємним сюрпризом як для учасників фінансового ринку, так і інших регуляторів, зокрема Міністерства фінансів України. За нормальних економічних умов підвищення облікової ставки мало вплинути на депозитні та на кредитні процентні ставки, а також на рівень ціни за державними цінними паперами та монетарні інструменти НБУ.

Приймаючи таке рішення, НБУ очікував на підвищення дохідності за гривневими активами, через підвищення процентних ставок за кредитними та депозитними операціями, а також зниження тиску на міжнародні резерви, стримуючий ефект для інфляції та стерилізацію емітованої гривні[148]

На рис. 5.2 продемонстровано, що у період 2016–2021 рр. зміна облікової ставки майже не вплинула на вартість довгострокових депозитів. У 2022 р. різке підвищення облікової ставки вплинуло лише на зміну ставки за депозитними сертифікатами, що сягнула рівня 23%. Вплив підвищення процентної ставки на інфляційні ризики був обмеженим. Причини цього явища вбачаються в тому, що інфляція в Україні залежить не тільки від монетарної складової Немонетарний характер інфляції зумовлюють інституційні чинники, порушення логістичних ланцюгів, економічні втрати бізнесу через воєнні дії та здорожчання собівартості вітчизняної продукції внаслідок перебоїв з електроенергією.

[148] Лопушанський В. 200 мільярдів у депозитних сертифікатах НБУ: чи можна використати «зайві» гроші банків. *Економічна правда*. 11.07.2022. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/07/11/689073/

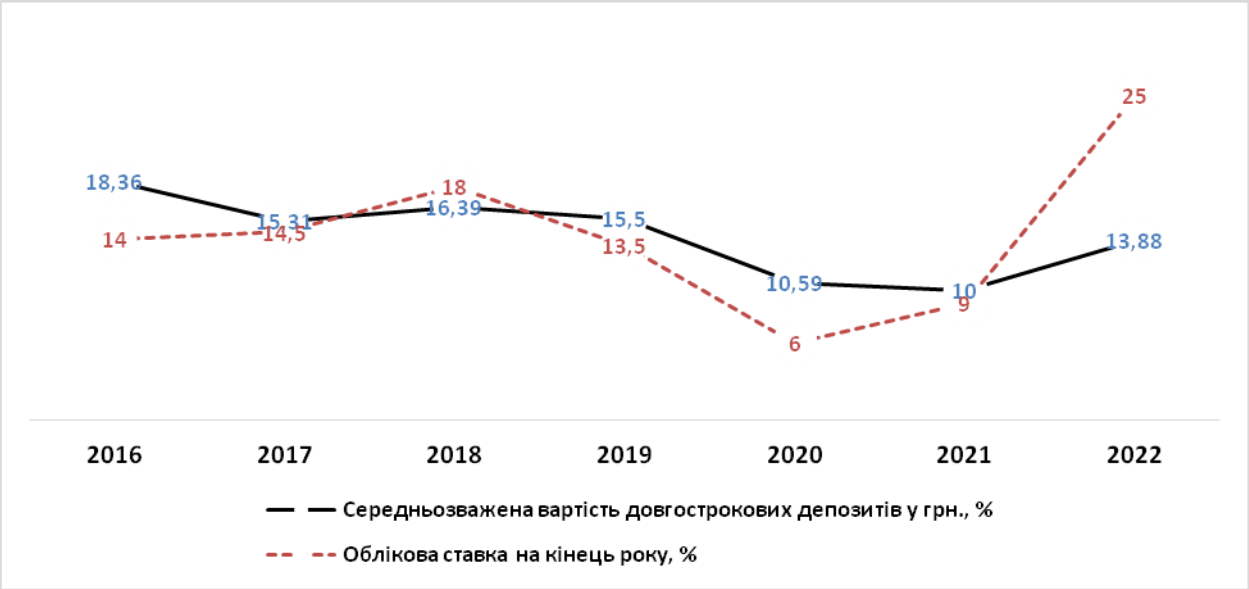

Рис. 5.2. Динаміка змін вартості інструментів НБУ та депозитів у 2016–2022 рр.

Джерело: складено автором за даними: The Global Findex Database / World Bank. 2021. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex

Підвищивши облікову ставку та ставки за депозитними сертифікатами в 2,5 раза, НБУ був змушений надати комерційним банкам і високодохідний безризиковий ліквідний інструмент для зв'язування надлишкової емісії. Банки скористалися ним, обмеживши кредитування. Слід відзначити, що в умовах війни необхідність такого кроку з точки зору пріоритету фінансової стабільності складно заперечити повною мірою.

Якщо на середину 2022 р., коли ставка за депозитними сертифікатами становила 9%, банки, вкладаючи в них зайву ліквідність, абсорбували 117,8 млрд грн, то на кінець 2022 р. таким чином було залучено коштів майже у 4 рази більше (рис. 5.3).

Ще одним мінусом такої політики НБУ стало недоотримання коштів Державним бюджетом. За Законом України «Про Національний банк України» НБУ раз на рік мав перераховувати отриманий річний прибуток до бюджету, що під час війни є дуже важливою місією.

Водночас таке підвищення облікової ставки мало наслідком певне додаткове обтяження бюджетних видатків через високу ставку за ОВДП та військовими облігаціями. За деякими підрахунками, державному бюджету це коштувало близько 60 млрд грн[149].

[149] Богдан Т. Скільки коштує бюджету висока облікова ставка Національного банку? *LB.UA*. 25.11.2022. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/537081_skilki_koshtuie_byudzhetu_visoka.html

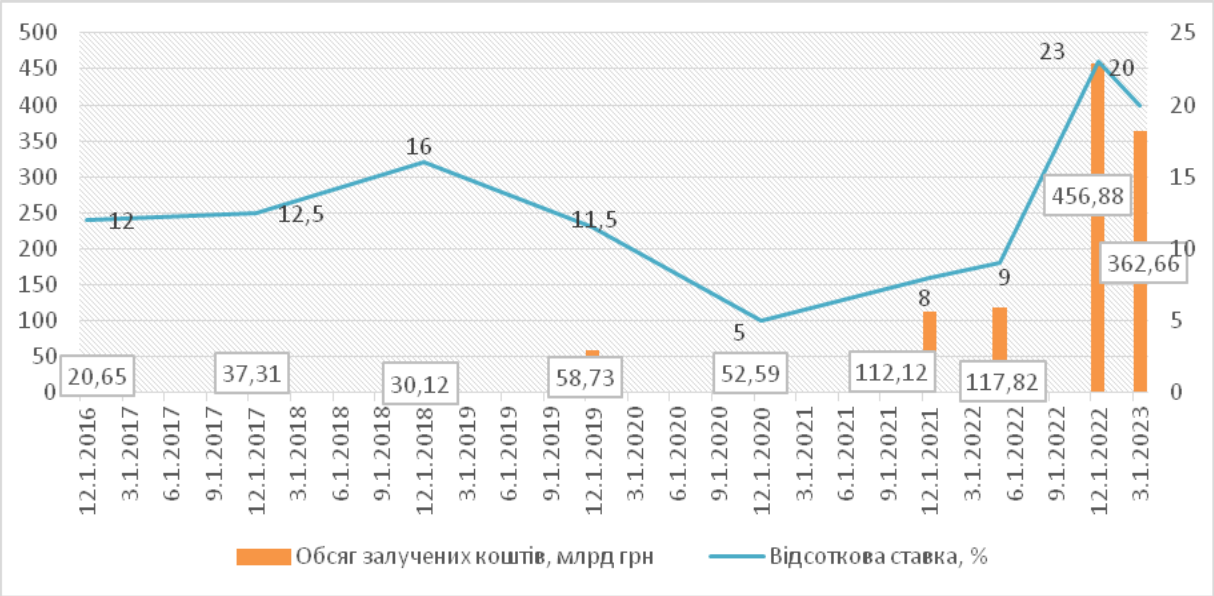

Рис. 5.3. Розміщення депозитних сертифікатів у 2016–2023 рр. (на кінець відповідного періоду)

Джерело: складено автором за даними: The Global Findex Database / World Bank. 2021. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex

Проте найбільш характерним проявом обмеженої дії трансмісійного механізму на цьому тлі стало обмежене зростання ставок за строковими депозитами. Ставки за депозитами у лютому 2022 р. (до підвищення облікової ставки) становили 5,65% для населення та 4,31% для підприємств (за облікової ставки 9%), а в лютому 2023 р. – лише 10,79% для домашніх господарств та 12,03% для корпоративного сектора за ставки 25%.

Особливості банківського кредитування в умовах війни

Уже хронічною проблемою банківського ринку України стала обмежена кредитна активність комерційних банків. Рівень кредитного навантаження в економіці України вдвічі нижчий, аніж у країнах Східної Європи. За даними Світового банку відношення банківських кредитів на внутрішньому ринку до ВВП в Україні у 2021 р. становило лише 17,6%, тоді як у країнах Східної Європи в середньому – 44%. У 2022 р. ринок банківського кредитування України скоротився ще більше, зважаючи на ризики воєнних дій.

При цьому протягом 2022 р. відбулося номінальне зростання кредитного портфеля юридичних осіб із одночасним незначним скороченням портфеля фізичних осіб. Номінальне збільшення кредитування було обумовлене переоцінкою кредитів в іноземній валюті після 25% девальвації гривні.

Водночас номінальний рівень непрацюючих кредитів (NPL) юридичних осіб практично не змінився, збільшившись на 4%, а частка NPL фізичних осіб збільшилася практично вдвічі – з 16,9 до 30,3%, що створило додаткове навантаження на банківські резерви за активними операціями.

Слід додати, що реальна оцінка (NPL може бути значно вищою, оскільки процедура оцінки якості активів була тимчасово лібералізована. Так, реагуючи на відповідні кредитні виклики та з метою забезпечення кредитування економіки, НБУ здійснив низку регуляторних послаблень, зокрема:

– знизив із 150 до 100% ваги ризику (RWA) за споживчими незабезпеченими кредитами;

– надав можливість банкам не визнавати дефолт за кредитами, довгострокова реструктуризація за якими призводить до зменшення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків (NPV) більше, ніж на 10%;

– призупинив вимогу щодо оцінки ознак високого кредитного ризику, визначення яких ґрунтується на фінансових результатах та борговому навантаженні позичальників;

– збільшив ліміт розміру кредитів юридичним особам з 5 млн грн до 20 млн грн, оцінку яких банк має право здійснювати на груповій основі;

– збільшив розмір боргу за активами боржників з 0,1 до 0,2% основного капіталу банку, які банк має право оцінювати за спрощеним підходом[150].

У структурі банківського сектора також відбулися суттєві зміни – продовжилася тенденція до збільшення частки державних банків. Якщо станом на 01 січня 2022 р. частка державних банків становила 46,9%, то станом на 01 грудня 2022 р. – 53,4%. Чинником такого зростання стало скорочення кредитного портфеля банків з іноземним капіталом. Вона скоротилася на 7 п.п. – до 27,8%. Крім того, враховуючи зміну вартості валютного кредитного портфеля в умовах девальвації гривні (до 36,57 грн за 1 дол. США), що спостерігалася в аналізований період часу, реальне зниження кредитного портфеля банків іноземних фінансових груп є ще більшим. Відтак в умовах війни іноземні банки активно згортали кредитні програми, незважаючи на наявність можливості співпраці з міжнародними фінансовими організаціями у різноманітних кредитних програмах[151].

[150] Змінено окремі підходи до оцінки банками кредитного ризику / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/zmineno-okremi-pidhodi-do-otsinki-bankami-kreditnogo-riziku

[151] Шпанель-Юхта О. Особливості банківського кредитування в умовах війни. *Економіка та суспільство.* 2022. №. 45

Водночас структура балансів державних та приватних банків, у тому числі з іноземним капіталом, також зазнала суттєвих змін. Окрім значного скорочення кредитного портфеля, банки з іноземним капіталом зменшували частку ОВДП у свої активах. У 2022 р. державні облігації в портфелі іноземних банків скоротилися на 33,1 млрд грн – з 10,1 до 5,4%. При цьому загальні активи всієї банківської системи зросли на 10%, насамперед за рахунок зростання активів державних банків та незначного розширення активів приватних банків. Збільшення активів банків іноземних груп перебувало в межах 0,3% у гривневому еквіваленті (близько 2 млрд грн), що в умовах курсових коливань та переоцінок свідчить про реальне скорочення активів банків іноземних банківських груп.

Зазначене відображає той факт, що в умовах війни висока концентрація іноземного банківського капіталу в країні може бути додатковим чинником системного ризику. Щодо ролі державних банків, то з точки зору забезпечення фінансової глибини економіки вони покращили структуру активів, зокрема за рахунок скорочення частки ОВДП за її номінального зростання. Так, загальні активи державних банків зросли на 19%, кредити на 12%, а ОВДП – на 5%, що і забезпечило зростання кредитування в економіці у 2022 р. Таким чином, висока концентрація державних банків в Україні виступила додатковим фактором забезпечення стабільності банківської системи.

Ресурсна база кредитування в умовах війни також зазнала суттєвих змін, зокрема в частині перерозподілу строковості депозитів та операцій із депозитними сертифікатами. Протягом січня–вересня 2022 р. частка строкових депозитів населення, що є одним із основних джерел фондування кредитних операцій, скоротилася на 10%.

Водночас, якщо в січні 2022 р. загальний обсяг депозитних сертифікатів НБУ не перевищував 170 млрд грн, то у листопаді 2022 р. він перевищив 400 млрд грн і, відповідно, зріс із 7 до 15% у загальних активах банківської системи. З одного боку, потенціал їх використання для активізації кредитування є обмеженим, оскільки вони є інструментом розрахунків на першому рівні банківської системи України і до того ж слугують основним інструментом абсорбції.

Відтак сформувалася ситуація, коли приватні банки не мають жодних стимулів до кредитної діяльності. Потрібно зазначити, що, згідно із Законом України «Про Національний банк України», пріоритетність цілей останнього

визначена як спочатку цінова стабільність, потім фінансова стабільність/стабільність фінансової системи і лише згодом – забезпечення економічного зростання та підтримка відповідних ініціатив КМУ. Тобто, зважаючи на те, що в пріоритеті НБУ перебуває ціль підтримки цінової стабільності й він не зобов'язаний узгоджувати свої дії з КМУ, то головну увагу він приділяє підтримці економічного зростання за рахунок кредитного потенціалу банків. За іншої ієрархії цілей, імовірно, центральний банк був би змушений шукати шляхи комбінування заходів та інструментів для активізації банківського кредитування.

5.2. Інституційні прогалини вітчизняних фінансових ринків та їх вплив на ГКП

Характерна особливість фінансового сектора України – домінування банківського сегмента. Це також позначається на ефективності ГКП в Україні. По-перше, звужується кількість ринкових агентів, що реагують на зміну ціни на гроші, яку спричинює НБУ. По-друге, грошово-кредитний ринок монополізується обмеженим колом банківських установ.

За структурою активів на кінець 2022 р. частка небанківського фінансового сектора займала 12%, майже не змінившись порівняно з 2021 р. При цьому зростали обсяги активів як банківського, так і небанківського сектора (рис. 5.4).

Слід відзначити, що порівняно із 2016 р. частка активів небанківського сектора дещо зросла. Тоді на небанківський сектор припадало всього 9% активів. Збільшення частки активів небанківського сектора можна оцінювати двояко. Загалом така динаміка є позитивною, але частка проблемних позик у портфелях фінкомпаній набагато більша за проблемні кредити в банківському секторі і сягає 80% (рівень NLP у банківському секторі на кінець 2022 р. становив 38,1%). Основною причиною стали високі процентні ставки за кредитами, що під час воєнного стану не мали змоги виплачувати ні фізичні, ні юридичні особи, та відсутність у таких компаніях нормального ризик-менеджменту.

Частка активів фінансових компаній починаючи з 2016 р. по 2022 р. зросла в 3,6 раза. Частка активів банківського сектора за цей же період зросла удвічі. Навіть у 2020–2022 р. обсяг активів у фінансових компаній та страховиків виріс на 10%.

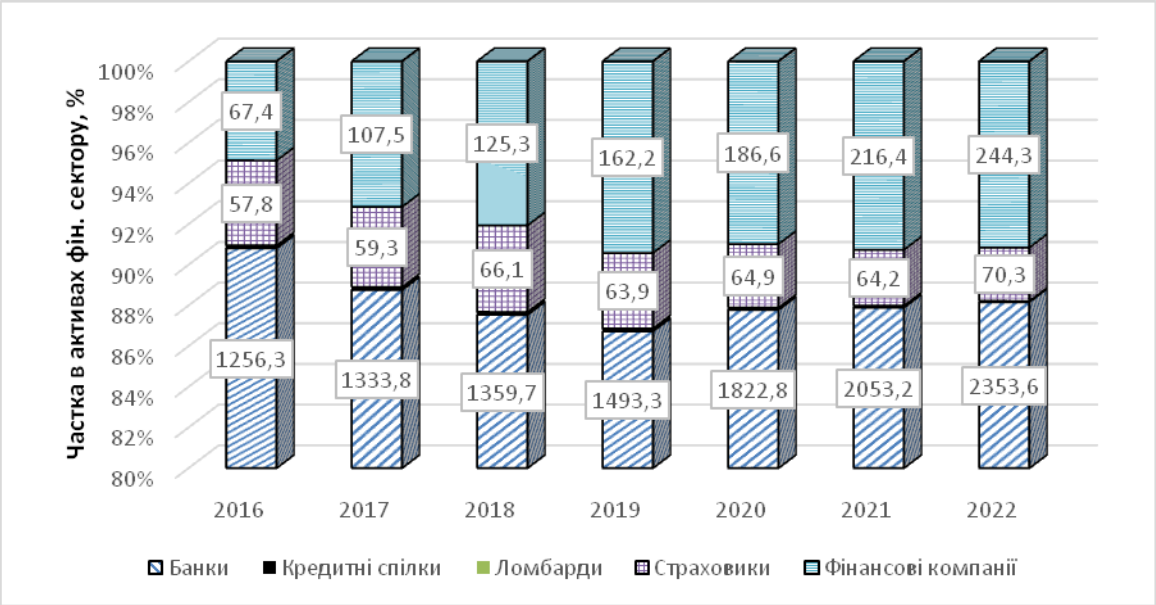

Рис. 5.4. Обсяг та розподіл активів банківських та небанківських фінансових установ, *%* (*на діаграмі дані про обсяги активів, млрд грн*)

Джерело: складено автором за даними: STATISTA. URL: https://www.statista.com/statistics/878412/number-of-smes-in-europe-by-size/#statisticContainer

Підтримуючи діяльність небанківських фінансових груп та установ, Національний банк на період дії воєнного стану прийняв рішення не застосовувати заходи впливу до зазначених учасників ринку за порушення: строків подання звітності; вимог щодо наявності власного капіталу; вимог щодо подання документів та надання інформації регулятору, передбачених низкою нормативно-правових актів Національного банку, зокрема Положенням про ліцензування та реєстрацію.

Також для окремих учасників ринку встановлюється ряд додаткових послаблень. Зокрема до страховиків, кредитних спілок, фінансових компаній-гарантів не застосовуватимуться заходи впливу за порушення обов'язкових критеріїв і нормативів достатності капіталу та платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів та ризиковості операцій страховика. До небанківських фінансових груп, відповідальної особи, інших учасників небанківської фінансової групи не будуть застосовуватися заходи впливу за порушення вимог щодо достатності регулятивного капіталу, складання та подання звітності та інформації[152]. При цьому НБУ моніторить роботу

[152] Савчук С. Ринок небанківських фінансових послуг після війни. *Економічна правда*. 25.05.2022. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/05/25/687455/

фінансових компаній в оперативному режимі та розробляє дії щодо підтримки ринку в післявоєнний період.

У 2022 р. попит на небанківське кредитування, як і на банківське, був досить незначним (рис. 5.5). Якщо у 2021 р. загальний обсяг виданих кредитів фінансовими компаніями сягнув 132,2 млрд грн, то у 2022 р. спостерігалося скорочення видачі кредитів на 54%. Обсяги кредитування для населення зменшились на 64%, для юридичних осіб – на 44%.

НБУ у своєму звіті відзначив, що через реалізацію операційних ризиків значна кількість небанківських компаній вимушено призупинила або скоротила свою діяльність, також суттєво знизився попит на основні фінансові послуги.

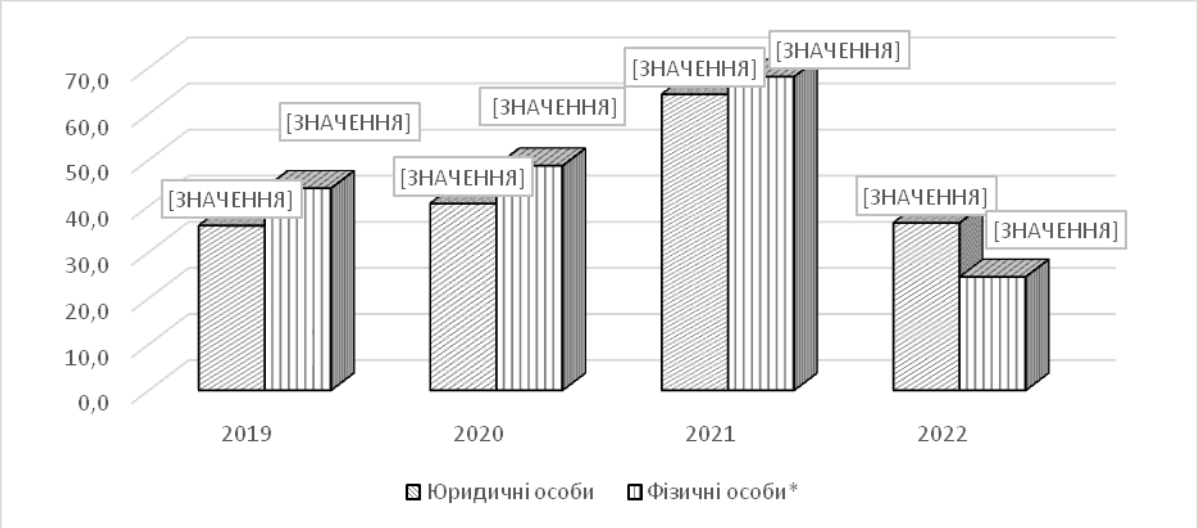

Рис. 5.5. Обсяг надання кредитів фінансовими компаніями за видами позичальників у 2019–2022 рр., *млрд грн*

Джерело: складено автором за даними: STATISTA. URL: https://www.statista.com/statistics/878412/number-of-smes-in-europe-by-size/#statisticContainer

За даними НБУ з 24 лютого 2022 р. на ринку не з'явилося жодної нової компанії. Тоді як лише у період з 01 січня по 23 лютого 2022 р. НБУ зареєстрував 25 нових фінансових установ.

Деформація та стагнація біржового фондового ринку

Український біржовий ринок цінних паперів після досить продуктивного 2014 р., коли обсяги торгів становили 619,7 млрд грн, у подальшому зменшив динаміку та почав активно скорочуватися. У 2015 р. обсяги торгів скоротилися у понад двічі. У 2016 р. – іще на 18%, порівняно з попереднім, – з 286,21 млрд грн до 235,4 млрд грн. У 2017 р. торги скоротилися до 205,79 млрд грн. У 2018–

2019 рр. торгівля цінними паперами на біржовому ринку продемонструвала зростання з 260,87 млрд грн до 304,97 млрд грн[153].

За результатами торгів на організованих ринках капіталу в 2021 р. обсяг торгів фінансовими інструментами становив 451,96 млрд грн. Протягом січня–грудня 2021 р., порівняно з даними аналогічного періоду 2020 р., обсяг торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу збільшився на 34,75%.

Порівняно з 2021 р. у 2022 р. обсяг торгів фінансовими інструментами операторів організованих ринків капіталу зменшився на 291,36 млрд грн, та становив лише 65% обсягу торгів попереднього року (2021 р. – 451,99 млрд грн). Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на організованому ринку капіталу протягом 2022 р. зафіксовано з ОВДП – 152,83 млрд грн (95,14% від загального обсягу торгів фінансовими інструментами на біржовому ринку)[154].

Інший показник, який характеризує розвиненість фондового ринку, є його капіталізація. Обсяг ринкової капіталізації підприємств, що перебувають у лістингу українських бірж, значно поступається іншим країнам. Показник капіталізації емітентів, акції яких внесено до біржового реєстру станом на 01.01.2018, становив 7,97 млрд грн (288 млн дол. США). Цей показник фактично свідчить про відсутність в Україні справжнього фондового ринку. Для порівняння, ринкова капіталізація тільки однієї Нью-Йоркської фондової біржі на той же час становила понад 23 трлн дол. США, а Варшавська фондова біржа має капіталізацію у обсязі 162 млрд дол. США (перебуває на 31-му місці за капіталізацією у світі)[155].

Супутніми проблемами є скорочення кількості діючих організаторів торгівлі на ринку цінних паперів. В Україні на сьогодні діють чотири біржі, але торгівля консолідується на двох із них – фондовій біржі «Перспектива» та ПФТС – понад 90% торгівлі на біржовому ринку в 2022 р. Іншою проблемою є зменшення кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які забезпечують їх діяльність. Не стане перебільшенням говорити про занепад за

[153] Ukraine Stock Market. 2014–2022. URL: https://tradingeconomics.com/ukraine/stock

[154] За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. URL: https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/

[155] Мельник О.І., Капітан І.М. Сучасні тенденції розвитку фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2019. № 11. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=7462 (дата звернення: 17.04.2023). DOI: 10.32702/2307-2105-2019.11.58

останні роки вітчизняного ринку цінних паперів. Причини перебувають у площині як фундаментальних проблем розвитку інституту фондового ринку, так і практичних процесів консолідації й укрупнення фондових бірж країни, що відбувалися одночасно із виведенням з обігу «сміттєвих» цінних паперів, тобто таких, що не мали своєї цінності на ринку. Певним позитивним моментом можна назвати перенесення акцентів торгівлі з позабіржового ринку на організовані ринки цінних паперів[156].

Таким чином, фінансова система України, особливо банківський сектор, зазнала кардинальних змін під впливом процесів, що розпочались у 2014 р. Очищення банківської системи та початок повномасштабних бойових дій РФ на території України призвели до значних економічних втрат, які НБУ оцінив у 38% ВВП. Банківська система в цей період втратила майже половину своїх установ. Усього за період з 2015 р. по 2017 р. кількість банків зменшилася з 158 до 90. Бюджетні витрати щодо підтримки банківської системи в цей період сягнули 14% ВВП.

На противагу 2014–2015 рр. у 2022 р. українська банківська система витримала удар повномасштабного вторгнення за рахунок накопичених резервів фінансової стабільності після кризового відновлення банківської системи. Новим фактором, який допоміг запобігти таким кризовим проявам, як втеча вкладників та порушення розрахункових операцій, у перші місяці ескалації виступили нові фінансові технології як у банківському секторі, так і у секторі державних послуг. Через платіжну систему та ID-банкінг (BankID) громадяни отримували швидкий доступ до власних рахунків без фізичної присутності у відділеннях.

Водночас у фінансовому секторі наразі нагромадились інші проблеми, що потребують вирішення та втручання регуляторів. Вони стосуються: високої частки банківського сектора порівняно із небанківським; високої частки банків із державним капіталом; концентрації фінансового сектора на банківському ринку; зростання інвестицій банків у депозитні сертифікати; обмеженості вітчизняного фондового ринку (торгівля в основному відбувалася державними цінними паперами). Перераховані чинники переважно зумовлені діями регулятора у намаганнях забезпечити стабільність національної грошово-

[156] Кривов’язюк І.В. Стагнація біржового ринку цінних паперів україни: чи є перспективи зростання? *Економічний форум*. 2021. № 1. С. 176–183. https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2021-1-22

кредитної системи. Проте вони ж суттєвим чином викривлюють ринкові механізми фінансового ринку.

У довоєнний період НБУ прагнув до максимальної незалежності, але у воєнний та повоєнний час така самостійна політика щодо обмеження інфляції без урахування інших макрофінансових важелів може загальмувати процеси відновлення економіки та інфраструктури після такого масштабного спаду. Для підтримки розвитку фінансових інвестицій у повоєнний (а при затягуванні війни і у воєнний) період Національному банку слід мати на увазі можливість взаємодії з Міністерством фінансів у таких формах, як:

1) прямий викуп випусків інфраструктурних облігацій на перших періодах відновлення;

2) перерахування частини прибутку до бюджету згідно із Законом про Державний бюджет України на певний рік;

3) посилення узгодженості дій НБУ та уряду щодо підтримки економічної, фінансової та соціальної стабільності в країні.

Потрібно пам’ятати, що після Другої світової війни центробанки багатьох країн недаремно не були повністю незалежними та підпорядковувалися парламентам або урядам. Звичайно, пряма підпорядкованість НБУ парламенту чи уряду може мати зворотний ефект та стати спокусою для державних органів влади включити друкарський верстат. З іншого боку, протистояння між центробанком та Мінфіном у провадженні фінансової політики може загрожувати макроекономічній та фінансовій стабільності країни. Зважаючи на високий внесок немонетарних чинників у зростання цін, було би доцільно шукати нові форми співпраці між урядом та НБУ для цілей фінансової та економічної стабільності. Однією з таких форм співпраці між урядом та НБУ може стати перезапуск та розширення повноважень Ради з фінансової стабільності.

Розділ 6
ОСОБЛИВОСТІ ТРАНСКОРДОННОГО РУХУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ

Залучення іноземних інвестицій є пріоритетним завданням багатьох держав світу, що обумовлено прагненням якісного розвитку власних економік, пришвидшенням інноваційного розвитку та необхідністю вирішення багатьох інших соціально-економічних питань. Для України питання залучення іноземних інвестицій і було і натепер є надзвичайно актуальним. Водночас, незважаючи на позитивні фактори вітчизняної економіки (освічене населення, великий внутрішній ринок, сприятливе географічне розташування та наявність значної кількості природних ресурсів тощо), які, на думку багатьох аналітиків, мали би сприяти залученню іноземних інвесторів, здобутки України у цій царині досить скромні, а подекуди й неоднозначні. У свою чергу роль іноземних інвестицій у розвитку країни потребує переосмислення через повномасштабну війну, яку РФ розв'язала проти України на початку 2022 р., а, відповідно, необхідні корективи державної політики у цій сфері.

6.1. Іноземні інвестиції в Україні у 2015–2022 рр.: тенденції та зміни у державній політиці

Залежність від іноземних інвестицій характеризує економіку України протягом багатьох років. За класифікацією чистої міжнародної інвестиційної позиції (далі – ЧМІП) Україна належить до країн-боржників (табл. 6.1). Водночас варто зазначити, що сама по собі від'ємна ЧМІП для країни – некритичний показник, куди важливішою є його структура. Так, якщо країна є інвестиційно привабливою та залучає значні обсяги ПІІ, її ЧМІП може набувати від'ємного значення, однак залучений капітал працюватиме на зростання економіки. В українських реаліях найбільш активним споживачем іноземних інвестицій, а саме боргового капіталу, є уряд країни, чия чиста міжнародна інвестиційна позиція протягом 2015–2022 рр. мала стабільно від'ємне значення та постійно зростала (за цей період виросла у понад удвічі та на кінець 2022 р. становила - 65,8 млрд дол. США). Це свідчить, що левова частка залученого в країну

іноземного капіталу сконцентрована на підтримці державного сектора і лише опосередковано впливає на розвиток виробничого потенціалу країни.

Таблиця 6.1

Чиста міжнародна інвестиційна позиція (сальдо) України, *млрд дол. США*

(дані по періодах наведено на 31.12 відповідного року)

Показник	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Чиста міжнародна інвестиційна позиція (сальдо), *млрд дол. США*	-50,0	-38,1	-34,9	-32,3	-26,4	-27,7	-21,9	-26,2	-3,3
Сектор загального державного управління	-32,8	-35,9	-36,4	-38,7	-40,0	-44,4	-50,5	-53,6	-65,8
Центральний банк	5,5	6,7	9,4	11,5	13,0	19,1	22,6	25,9	24,9
Інші депозитні корпорації	-15,1	-9,4	-6,8	-2,5	-2,4	0,9	2,6	2,0	7,3
Інші сектори	-7,6	0,5	-1,1	-2,5	2,9	-3,3	3,4	-0,5	30,3

Джерело: складено за даними НБУ: Секторальне представлення міжнародної інвестиційної позиції України.

З точки зору економічної науки інтенсивне нарощення державного боргу призводить до істотного скорочення обсягів фінансування бізнесу[157], та у підсумку уповільнює економічний розвиток країни. Це твердження повною мірою підтверджується і нинішньою динамікою залучення іноземних інвестицій в Україні. У свою чергу іноземні інвестиції, які використовуються для покриття дефіциту платіжного балансу, не вирішують, а загострюють проблеми у бюджетній сфері, а участь іноземців в операціях з ОВДП може безпосередньо впливати на ситуацію на валютному ринку[158].

З позитивного слід відзначити значне нарощення за цей період золотовалютних резервів НБУ, які збільшили позитивне сальдо ЧМІП центрального банку майже у 5 разів. Однак і тут не слід забувати, що збільшення резервів НБУ значною мірою обумовлено зростанням обсягів зовнішнього боргу, зокрема за програмами МВФ.

Більш наочно рух капіталу демонструють дані платіжного балансу, оскільки відображають зміни лише за рахунок операцій, у той час як міжнародна позиція

[157] Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. 140 с.

[158] Гаркавенко В.І. Валютна лібералізація: доцільність та своєчасність. *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 41–44. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2018_2_10

враховує курсову різницю, переоцінку капіталу та інші зміни. Наприклад, за період з 2015 р. по І кв. 2023 р. (включно) надходження ПІІ в Україну становило 28,3 млрд дол. США, проте внаслідок зміни курсу (курсової різниці), переоцінки капіталу та інших змін на загальну суму 21,4 млрд дол. США (у т.ч. курсової різниці 18,4 млрд дол. США), міжнародна позиція за цим показником змінилася всього на 6,9 млрд дол. США (з 50,218 млрд дол. США на кінець 2014 р. до 57,1 млрд на кінець І кв. 2023 р.) (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

***Обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну**, млрд дол. США*

Показник	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**І кв. 2023**	2015 р. – І кв. 2023 р.
Обсяг прямих іноземних інвестицій (кінець періоду)	50,2	48,7	50,4	50,5	49,8	56,8	55,1	70,0	55,1	57,1	
Зміни за період		-1,5	1,7	0,033	-0,6	7,0	-1,7	14,8	-14,8	2,0	6,9
– за рахунок операцій		-0,2	4,1	3,7	5,0	5,8	0,3	8,0	0,4	1,3	28,3
– курсова різниця, переоцінка капіталу та інші зміни		-1,3	-2,4	-3,6	-5,6	1,2	-2,0	6,8	-15,2	0,7	-21,4
у т.ч. курсова різниця		*-5,6*	*-1,7*	*0,7*	*-0,3*	*1,1*	*-4,0*	*0,307*	*-9,1*	*0,088*	*-18,4*

Джерело: складено за даними НБУ: Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України (розширена) та Платіжний баланс України.

Найбільш показовим для потенційного зростання економіки є показник інвестиції «інших секторів», де сконцентрована інформація щодо діяльності нефінансових корпорацій та домогосподарств (табл. 6.3).

Упродовж досліджуваного періоду показник інвестицій цього сегмента мав істотні та різновекторні коливання, що, на наш погляд, яскраво демонструє вплив макроекономічної нестабільності та змін у грошово-кредитній політиці на діяльність корпоративного сектора та домогосподарств.

Таблиця 6.3

Динаміка потоків інвестицій за іншими секторами, *млн дол. США*

Показник	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
Інвестиції – сальдо (чисте кредитування(+) / чисті запозичення(-)	13992	6569	-3703	-3344	-3 755	-8 301	3 222	-1 417	22707
1. Прямі інвестиції(сальдо)	*200*	*3202*	*-1 232*	*-2 412*	*-3 885*	*-4 568*	*341*	*-6 842*	*665*
Прямі інвестиції: активи	548	38	173	234	116	621	362	436	34
Прямі інвестиції: пасиви	348	-3164	1405	2646	4001	5189	21	7278	-631
2. Портфельні інвестиції (сальдо)	*2006*	*-34*	*-48*	*-405*	*0*	*-2123*	*-469*	*-1401*	*-60*
Портфельні інвестиції: активи	3	0	0	2	4	23	82	228	84
Портфельні інвестиції: пасиви	-2003	34	48	407	4	2146	551	1629	144
3. Інші інвестиції (сальдо)	*11786*	*3401*	*-2423*	*-527*	*130*	*-1610*	*3350*	*6826*	*22102*
Інші інвестиції: активи	4886	221	-2059	1369	2320	2154	5474	6809	21534
Інші інвестиції: пасиви	-6900	-3180	364	1896	2190	3764	2124	-17	-568
3.1.Торгові кредити (сальдо)	7390	2336	-172	-561	-1212	-3092	-2360	1348	12617
Активи	744	609	428	1 038	-108	-670	51	979	11296
Пасиви	-6646	-1727	600	1599	1104	2422	2411	-369	-1321
3.2. Валюта і депозити (сальдо)	4142	-388	-2487	331	2428	2824	5423	5830	10238
Активи	4142	-388	-2487	331	2428	2824	5423	5830	10238
у т.ч.готівкова валюта поза банками	3452	-168	-2722	393	2421	2602	4728	5121	10287
Пасиви	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.3. Кредити та позики	254	1453	236	-297	-1 086	-1342	287	-352	-753
Активи	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Пасиви	-254	-1453	-236	297	1086	1342	-287	352	753

Джерело: складено за даними НБУ: Платіжний баланс України за 2022 р., за І кв. 2023 р., аналітична форма представлення (за секторами).

Зокрема, за період 2014–2022 рр. сальдо інвестицій «інших секторів» змінювалося з від'ємного значення (2016 р. – 2019 р. та 2021 р.) на позитивне, яке у 2022 р. досягло максимуму (22,7 млрд дол. США), що свідчить про зміну

загальної позиції цього сегмента зі споживача іноземних інвестицій на інвестора (кредитора) інших держав. Істотне збільшення інвестицій за кордон спостерігається у роки макроекономічної та політичної дестабілізації, що може свідчити про спроби бізнесу та громадян захистити капітал, зберігаючи його за кордоном.

Аналіз складових двостороннього руху інвестицій в Україну та з України «інших секторів» дає змогу зробити певні висновки:

– після відпливу суттєвого обсягу ПІІ у 2015 р., упродовж 2016–2019 рр. та у 2021 р. спостерігалося тенденція щодо їх зростання, проте у 2022 р. відбувся їх відплив, що є наслідком дії зовнішніх факторів, зокрема повномасштабного вторгнення РФ в Україну;

– за портфельними інвестиціями «інші сектори» упродовж 2015–2022 рр. були нетто-позичальником, проте у І кв. 2023 р. перетворилися на нетто-кредитора внаслідок відпливу портфельних інвестицій. Приплив коштів в Україну у вигляді портфельних інвестицій у 2019–2021 рр. забезпечувався переважно за рахунок боргових цінних паперів підприємств;

– за іншими інвестиціями «інші сектори» упродовж 2014–2022 рр. виступали як нетто-позичальником, так і нетто-кредитором, проте упродовж 2020 р. – І кв. 2023 рр. спостерігається позитивне сальдо, яке упродовж 2022 р. досягло максимального значення за останні 13 років – 22,1 млрд дол. США, що майже удвічі перевищило рівень 2014 р. (11,8 млрд дол. США). Основними статтями відпливу коштів з України за іншими інвестиціями у 2022 р. стали: торговельні кредити, надані українськими експортерами імпортерам (11,3 млрд дол. США); купівля іноземної валюти резидентами України та її приріст у позабанківському обігу (10,2 млрд дол. США), у тому числі громадянами, які виїхали за кордон через війну.

Доречно зазначити, що зростання у 2022 р. суми торговельних кредитів, наданих резидентами України нерезидентам (з 1 млрд дол. США за 2021 р. до 11,3 млрд дол. США за 2022 р.), свідчить про небажання українських експортерів повертати валютну виручку в Україну і пов’язане як з війною в країні, так і із застосуванням НБУ множинних валютних курсів[159].

[159] Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/8/Finansy-pidpryiemstv-Ukrainy-pidchas-vijny.pdf

Узагальнюючи результати аналізу фінансового рахунку платіжного балансу за «іншими секторами» та загалом ЧМІП України, слід зазначити, що упродовж 2014–2022 рр. основними тенденціями були: нарощення боргового навантаження держави, зміщення акцентів при інвестуванні у бізнес з акціонерного на борговий капітал та нарощення (вивід) ресурсів бізнесу і населення поза фінансовою системою України.

На формування цих тенденцій впливали не лише зовнішні фактори та політична нестабільність, а й грошово-кредитна політика НБУ. Починаючи з 2014 р. НБУ поступово почав впроваджувати політику валютної лібералізації, що розпочалася із запровадження режиму плаваючого валютного курсу та інтенсифікувалася з ухваленням Закону України «Про валюту і валютні операції»[160] та затвердженням дорожньої карти валютної лібералізації в країні. Основною метою цієї реформи є забезпечення вільного руху капіталу та збільшення припливу в країну іноземних інвестицій. Зазначена реформа здійснюється в рамках зближення вітчизняного законодавства з нормами ЄС та в рамках виконання Угоди про асоціацію між Україною та країнами ЄС, ратифікованої обома сторонами 16 вересня 2014 р.[161].

Зазначимо, що в країнах ЄС запроваджено систему вільного руху капіталу, яка діє настільки, наскільки дозволяє економічне становище та платіжний баланс кожної з країн-членів. Тобто лібералізація руху капіталу серед країн ЄС є неоднорідною і залежить від внутрішньоекономічного становища в країні. Це, на наш погляд, є принциповим моментом, який Україна має враховувати при проведенні грошово-кредитної політики.

Попри значну лібералізацію валютних відносин, яка, серед іншого, забезпечила можливість населенню та бізнесу вкладати кошти в іноземні активи та банківську систему, очікуваного ефекту збільшення прямих іноземних інвестицій досягнуто не було (рис. 6.1).

Дані, наведені на рис. 6.1, свідчать, що рух капіталу, а саме залучення ПІІ, залежить від макроекономічної, політичної та безпекової ситуації в країні більше, ніж від окремих валютних обмежень. Однією з найбільш значущих причин, що впливає на приплив капіталу в країну (мається на увазі ПІІ, а не

[160] Закон України «Про валюту і валютні операції» від 21 червня 2018 р. № 2473-VIII / Верховна Рада України. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text

[161] Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011#Text

спекулятивний короткостроковий капітал), є рівень ризику інвестування. У свою чергу премія за ризик країни (рис. 6.2), що свідчить про очікувану мінімальну плату за капітал, для України є вищою, ніж для будь-якої країни ЄС, а у 2022 р. – зважаючи на війну – сягнула 17,3%.

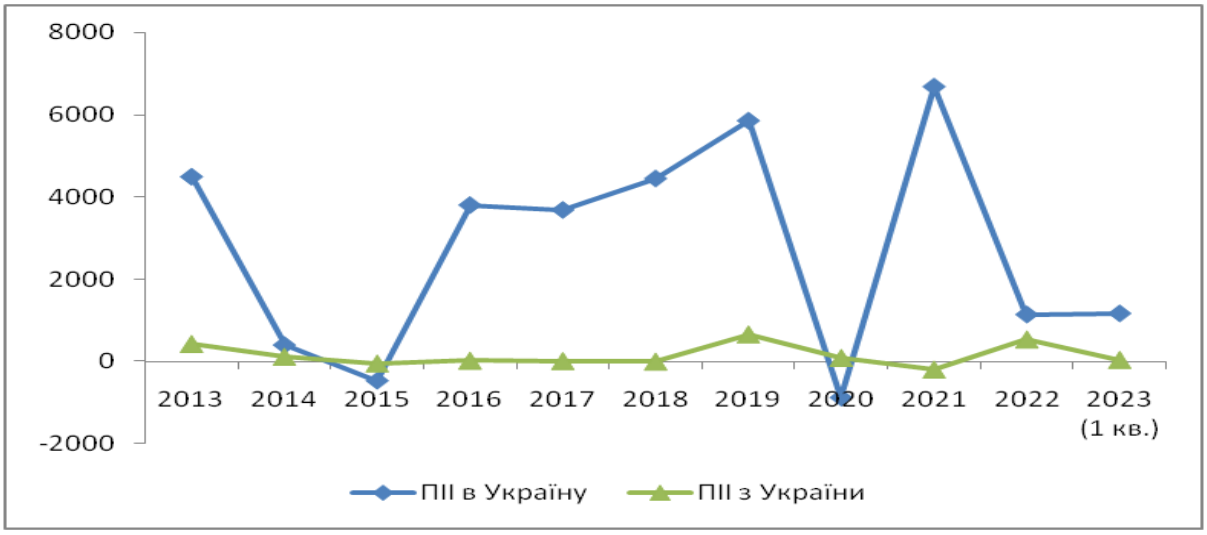

Рис. 6.1. Прямі іноземні інвестиції в Україну та з України у 2013 – І кв. 2023 рр., *млн дол. США*

Джерело: Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. С. 11. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/8/Finansy-pidpryiemstv-Ukrainy-pidchas-vijny.pdf

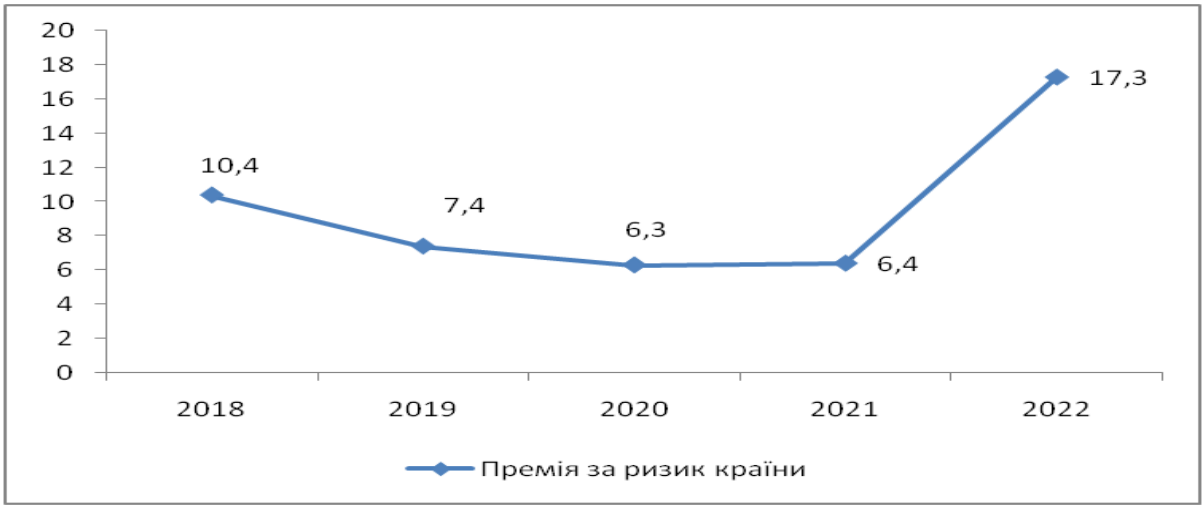

Рис. 6.2. Оцінка премії за ризик України, *%*

Джерело: Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. С. 11. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/8/Finansy-pidpryiemstv-Ukrainy-pidchas-vijny.pdf

Надвисока премія за ризик унеможливлює залучення вітчизняним бізнесом дешевих ресурсів та слугує стримуючим фактором для іноземних

інвесторів. Потенційні доходи від вкладень у вітчизняний бізнес не можуть покрити ризики інвестування, що і обумовлює тенденцію зниження іноземних інвестицій, вкладених в акціонерний капітал. Високі інвестиційні ризики, на нашу думку, також обумовлені тенденцією заміщення інвестицій в акціонерний капітал інструментами боргового інвестування. Інвестор тим самим страхує ризики недоотримання прибутку та захищає права власності на капітал.

Структура ПІІ засвідчує, що корпоративний сектор є основним напрямом їх вкладення. Левова частка ПІІ у 2021 р. припадала на промисловість (55,2%) та сільське господарство (15,4%). Водночас зазначимо, що ПІІ, вкладені у корпоративний сектор, зокрема у промисловість та сільське господарство, надчутливі до макроекономічних дисбалансів і в окремі роки спостерігався істотний відплив капіталу. Поряд із цим, як ми вже зазначали, відбулася зміна пріоритетів щодо інструментів інвестування (наприклад, по промисловості частка інструментів участі в капіталі упродовж 2015–2021 р. знизилася з 92,2 до 67,4%, із відповідним нарощенням боргових інструментів).

Досить цікавою є тенденція ПІІ, спрямованих у фінансову та страхову діяльність. Якщо до 2015 р. у цих секторах спостерігалася стійка тенденція до нарощення ПІІ, а у 2015 р. обсяг ПІІ, сконцентрований у них, становив понад 3 млрд дол. США, то у 2021 р. він становив лише 645 млн дол. США (табл. 6.4). Зменшення інвестицій у банківський сектор пов’язане із виведенням з цього сектора російського капіталу, концентрація якого була надзвичайно високою, проведенням НБУ «очищення сектора», що розпочалася у 2014 р. та мало неоднозначні наслідки[162], а також зменшенням привабливості сектора через значну концентрацію у ньому державної власності та – у 2022 р. – через повномасштабну війну, розв’язану РФ проти України.

Зважаючи на те, що Україна є «країною-боржником», тобто активним споживачем іноземних інвестицій, вона також і активно за них сплачує. Так, упродовж 2000–2022 рр. виплати за іноземними інвестиціями в Україні становили 142 млрд дол. США, а за досліджуваний період (2015–2022 рр.) – 70,6 млрд дол. США (рис. 6.3). У свою чергу надходження в Україну доходів від інвестицій є істотно скромнішими, що перетворює баланс доходів від інвестицій країни на хронічно від’ємний (за 2015–2022 рр. він становив -68,1 млрд дол. США) та негативно впливає на платіжний баланс країни.

[162] Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. Очищення» банківського сектору в Україні: ціна для суспільства та держави. *Український соціум*. 2017. № 1(60). С. 108–123.

Таблиця 6.4

Прямі іноземні інвестиції в Україну за видами економічної діяльності, *млн дол. США*

Вид економічної діяльності	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Прямі інвестиції в Україну, *млн дол. США*	**-331,0**	**4055,4**	**3726,9**	**4732,2**	**6017,4**	**-36,0**	**7320,0**
Сільське, лісове та рибне господарство	589,3	389,5	257,6	- 8,5	38,0	224,6	1127,8
Промисловість	-2143,2	128,1	1705,4	2391,9	2480,2	- 851,1	4039,5
Будівництво	-99,3	33,0	66,4	57,9	125,2	- 119,0	74,1
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	-1115,1	433,3	358,2	880,5	862,9	-48,4	656,7
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	- 452,5	40,3	120,7	70,6	345,6	26,9	165,9
Тимчасова розміщування й організація харчування	- 79,4	-10,9	37,9	28,3	48,7	-46,9	38,3
Інформація та телекомунікації	368,5	193,0	86,3	96,3	- 67,6	373,8	- 2,1
Фінансова та страхова діяльність	3054,4	2741,0	1073,4	776,5	1172,0	226,0	644,6
Операції з нерухомим майном	- 327,9	-94,1	48,4	397,7	494,1	-157,5	347,3
Професійна, наукова та технічна діяльність	-67,3	149,1	-57,7	-53,0	468,3	79,2	-37,8
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	-62,8	1,0	2,9	15,8	51,9	174,7	78,9
Освіта	1,0	9,0	-2,3	-4,6	-3,6	-0,4	1,1
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1,8	2,5	-3,2	7,9	36,7	7,8	29,8
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	-58,5	-11,6	-4,5	-3,6	-30,1	-3,3	8,9
Корпоративний сектор	**-2931,6**	**1206,4**	**2632,4**	**3517,0**	**3833,0**	**-440,0**	**6100,2**

Джерело: Прямі іноземні інвестиції в Україну. Статистика зовнішнього сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external#5

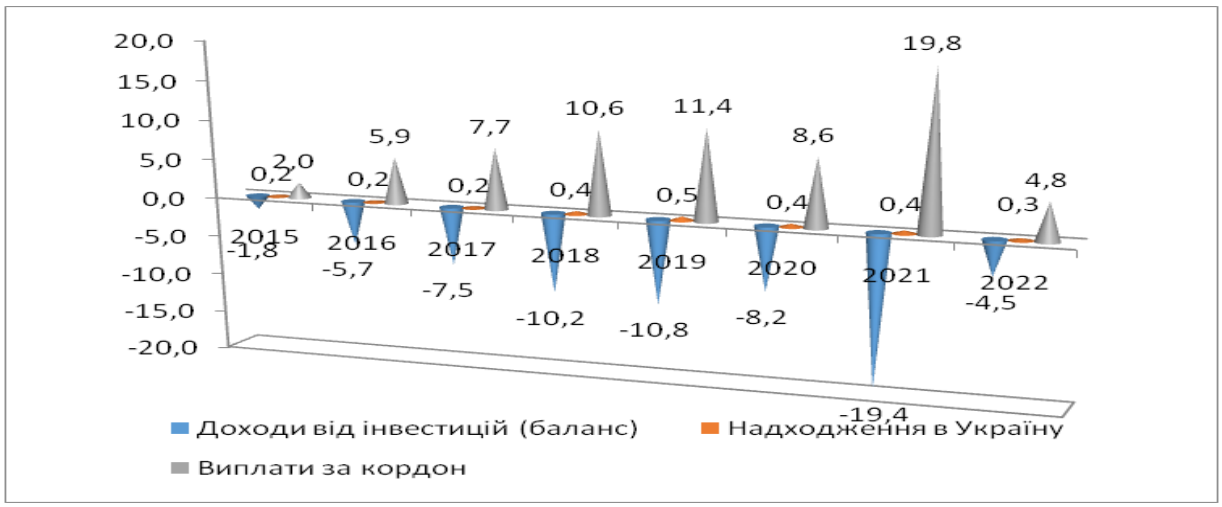

Рис. 6.3. Доходи та виплати за іноземними інвестиціями за 2015–2022 рр., *млрд дол. США*

Джерело: Платіжний баланс України / НБУ. URL: https://bank.gov.ua

Варто зазначити, що упродовж 2006–2013 рр. доходи, що надходили в Україну від закордонних інвестицій, були в рази вищими за нинішні показники (наприклад, у 2008 р., порівняно з 2021 р., доходи від інвестицій, що надійшли в Україну, були в 4,4 раза вищими і становили 1,8 млрд дол. США). Починаючи з 2014 р. в Україні простежується стійка тенденція до зниження надходжень від закордонних інвестицій. Таку тенденцію можна пояснити політичною нестабільністю, втратою контролю над великою кількістю підприємств унаслідок анексії окремих територій України (які мали значний інвестиційний потенціал), що закономірно підвищило інвестиційні ризики країни та негативно позначилося на настроях інвесторів. Тобто для убезпечення капіталу вітчизняні інвестори намагаються зберігати капітал за кордоном та не заводять його в Україну.

Натомість тенденція щодо збільшення виплат за кордон стабільно зростає, а в окремі роки мала ознаки панічного виводу капіталу. Зокрема, сплеск виводу капіталу у 2018–2019 рр. імовірно став реакцією на політичну невизначеність у період виборів, що підвищує загальну нестабільність у країні; у 2021 р. був викликаний напруженою ситуацією на кордонах України та панічними настроями інвесторів[163], які намагалися вивести капітал у більш безпечне місце.

Низькі показники 2022 р. щодо виплат інвестицій за кордон – це дія обмежувальних заходів НБУ, який на початку повномасштабної війни увів

[163] Переважно через продаж ОВДП.

обмеження щодо виводу капіталу задля стримування ситуації на внутрішньому ринку.

Разом із тим ефективність заходів, запроваджених НБУ на початку повномасштабної воєнної агресії у 2022 р., зокрема, вчасне запровадження фіксованого курсу та валютних обмежень, а також міжнародна допомога у вигляді кредитів та грантів, убезпечили від збільшення дефіциту платіжного балансу України до рівня, який міг би повністю «обнулити» валютні резерви НБУ та, відповідно, призвести до декількакратної девальвації національної валюти.

Однак, на думку окремих експертів, відплив капіталу з України за допомогою інструментарію валютного регулювання у 2022 р. вдалося обмежити лише частково. Упродовж 2022 р. через легальні канали з України було виведено капітали в обсязі 16,9 млрд дол. США, у т.ч. через зовнішньоторговельні операції – 11,3 млрд дол. США, репатріацію доходів – 4,4 млрд дол. США[164]. Фактичні ж обсяги виведених капіталів можуть бути значно більшими, оскільки зазначена сума не враховує обсяги виведення капіталу із застосуванням трансфертних цін у зовнішньоекономічних операціях та через ухилення від оподаткування.

6.2. Напрями удосконалення політики залучення іноземних інвестицій

Повномасштабне вторгнення РФ на територію України на початку 2022 р. закономірно мало негативні наслідки для економіки країни. ВВП України за 2022 р. упав на 29,1%, інфляція становила 26,6%[165]. За такої ситуації сподіватися на зростання іноземних інвестицій, а саме ПІІ, безглуздо. Основна мета бізнесу на початку війни була зберегти виробництво та налагодити більш-менш стабільний випуск продукції.

У день вторгнення НБУ ввів жорсткі обмеження, що дали змогу запобігти руйнуванню фінансової системи країни та панічному відпливу капіталу за її

[164] Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності / НАН України, «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. 140 с.

[165] Річний звіт НБУ за 2022 рік. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022.pdf?v=4

межі[166]. Зокрема, НБУ, серед іншого, обмежив зняття готівки з банківських рахунків в обсязі 100 тис. грн на день; заборонив видачу готівкових коштів з рахунків клієнтів в іноземній валюті; призупинив роботу валютного ринку України (крім операцій продажу іноземної валюти клієнтами), зафіксував офіційний курс гривні; увів мораторій на здійснення транскордонних валютних платежів та заморозив рахунки резидентів РФ. Ці та інші дії регулятора допомогли знизити рівень паніки та зберегти дієздатність економіки загалом.

Нині основним споживачем іноземних інвестицій, як ми вже зазначали, є сектор державного управління, який у період війни закономірно інтенсивно нарощує борги. Допомога міжнародних фінансових інституцій та країн-партнерів допомагає Україні існувати та боротися з ворогом. Однак повоєнне відновлення економіки потребуватиме значних інвестицій у розвиток економіки, а саме – у корпоративний сектор, що, зважаючи на високі інвестиційні ризики, забезпечити складно.

Існують окремі експертні думки, що після закінчення війни Україна може стати інвестиційним хабом та їй пророкують повоєнний інвестиційний бум. У свою чергу Національна рада з відновлення розробила план реконструкції економіки України, що передбачає залучення 750 млрд дол. США інвестицій[167]. Зазначимо, що план є доволі амбітним, але його реалізація потребує впровадження реформ уже сьогодні. Марно сподіватися, що інвестори будуть миритися зі значними вадами економіки та втрачати прибутки лише із зацікавлення Україною та її мужністю, проявленою під час війни.

Серед основних реформ, які повинні бути реалізовані, доцільно виділити реформу судової системи, покращення захисту прав власності, боротьбу з корупцією. Запит на проведення таких реформ серед бізнесу був і залишається стабільно-високим[168].

Навіть до широкомасштабного вторгнення Україна відчувала значні складнощі у залученні ПІІ, а їх обсяги демонстрували тенденцію до зменшення. Це значною мірою обмовлено як зростанням геополітичних ризиків починаючи

---

[166] Постанова Правління НБУ «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» №18 від 24 лютого 2022 року. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_24022022_18

[167] Країна можливостей: чому інвестор прийде в Україну. *Економічна правда*. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/09/29/691997/

[168] Опитування ЄБА засвідчило, що першочерговим завданням уряду України мали бути: проведення судової реформи (57% відповідей), боротьба з корупцією (51%), макроекономічна стабільність (47%). [*Джерело*: Прогнози бізнесу 2023 / Європейська бізнес асоціація. URL: https://eba.com.ua/wp-content/uploads/2022/09/FORECAST-UKR.pdf].

з 2014 р., так і внутрішньою політико-економічною ситуацією. Незважаючи на те, що країна протягом багатьох років проводила реформи, війна ще більше знизить можливості та привабливість країни для інвесторів.

Не менш важливим для України залишатиметься питання безпеки інвестицій. У своїх минулих дослідженнях ми неодноразово наголошували на необхідності перевірки та контролю іноземних інвестицій[169] з метою убезпечення економічної стабільності. Потрібно контролювати як заведення гарячих коштів для отримання надприбутків від державних боргових цінних паперів (що не здійснювалося у довоєнні роки) для своєчасного реагування на можливі дисбаланси, так і прямих інвесторів. Певні кроки у цьому напрямі були зроблені[170], однак їх реалізація гальмується. А необхідність такого контролю повномасштабна війна РФ проти України продемонструвала наочно.

Не менш важливим питанням є зниження та страхування інвестиційних ризиків інвесторів. Зважаючи на те, що бойові дії тривають, надмірний інвестиційний ризик зберігатиметься й надалі, що знижує можливості залучення в економіку інвестицій, зокрема іноземних.

Уряд України виступив з ініціативою щодо створення трастового фонду для страхування воєнних ризиків у пріоритетних секторах економіки[171]. Окремі міжнародні партнери цю ініціативу підтримали і готові їй сприяти. Зокрема, для покриття воєнних ризиків при інвестуванні в Україну Японія спрямувала 23 млн дол. США в Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (MIGA)[172]. Також ЄБРР підписав угоду з MIGA щодо страхування фінансових ризиків реалізації Програми стимулювання торгівлі[173], основною метою якої є збільшення можливостей України щодо експорту вітчизняної продукції.

---

[169] Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив іноземного капіталу на економічний розвиток України. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 1. С. 47–62

[170] Проєкт Закону України «Про оцінку впливу іноземних інвестицій на національну безпеку України». URL: https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=a9fc9cea-b127-43d9-9919-4379a271d7d2&title=ProektuZakonuUkrainiproOtsinkuVplivuInozemnikhInvestitsiiNaNatsionalniiInteresiTaBezpeku; Проєкт Закону «Про здійснення іноземних інвестицій у суб'єкти господарювання, що мають стратегічне значення для національної безпеки України». URL: https://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=70997

[171] План відновлення України. URL: https://recovery.gov.ua/

[172] Япония стала первой страной, которая покроет военные риски при инвестициях в Украину. URL: https://ukrrudprom.com/news/YAponiya_stala_pervoy_stranoy_kotoraya_pokroet_voennie_riski_pri_investitsiyah_v_Ukrainu.html

[173] Покриття ризиків торговельного фінансування: ЄБРР та MIGA об’єднують зусилля. URL: https://euneighbourseast.eu/uk/news/latest-news/pokryttya-ryzykiv-torgovelnogo-finansuvannya-yebrr-ta-miga-obyednuyut-zusyllya.

Польща запроваджує зміни у законодавстві та розширює можливості корпорації страхування KUKE щодо надання бізнесу страхових послуг при інвестуванні в Україну[174]. Поряд із цим, на наш погляд, доцільним є створення вітчизняного трастового фонду (який фінансуватиметься в рамках Фонду відновлення) для державного страхування ризиків внутрішніх інвесторів при реалізації пріоритетних проєктів. Це дасть змогу збалансувати інвестиційні ризики внутрішнього інвестора і створити для бізнесу конкурентні умови.

З метою сприяння залученню іноземних інвестицій для повоєнного відновлення бізнесу, а також активізації внутрішнього інвестора, варто створити Банк розвитку, який би забезпечував бізнес відносно дешевим фінансовим ресурсом. У минулих публікаціях авторів монографії тема доцільності створення Банку розвитку в Україні неодноразово піднімалася[175], адже за його допомогою можливо вирішити важливі проблеми економіки, зокрема щодо реалізації пріоритетів розвитку країни, що сприятиме структурній перебудові економіки; покращенню ефективності та контролю за державними інвестиційними проєктами тощо.

[174] Польща страхуватиме інвесторів, які зацікавлені у відбудові України. *Економічна правда*. 10 вересня 2023. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2023/09/10/704135/

[175] Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України / за ред. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2019. URL: http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf

Розділ 7
РОЛЬ ДЕРЖАВНИХ БАНКІВ У РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Довгий час діяльність державних банків орієнтувалась на виконання делегованих державою повноважень у сфері здійснення розрахунків, стягнення податків, здійснення публічних видатків, кредитування, а – подекуди – здійснення управління державним майном (активами)[176]. Світовий досвід і практика засвідчують, що державні банки мають свої особливості, залежно від статусу, спеціальної мети діяльності, специфічних завдань та функцій, визначених державою, а відтак – спеціального правового регулювання. Державні банки створюються для досягнення різних цілей економічного розвитку. Традиційно діяльність державних банків розглядали крізь призму ощадної справи, адже історично склалося, що діяльність державних банків зосереджувалася саме на ній.

7.1. Світовий досвід функціонування державних банків: історичний аспект

Історичний досвід свідчить також про те, що державні банки виконували соціальне завдання не лише в частині доступності банківських послуг, а й в аспекті реалізації державою своєї фінансової політики щодо цін на фінансовому ринку, впливу на розвиток важливих секторів, видів діяльності або проєктів, що полягає у фінансовому обслуговуванні держави, фінансуванні певних галузей народного господарства (наприклад, житлових програм, проєктів з енергозбереження, інфраструктурних проєктів та ін.), мобілізації фінансових ресурсів задля виконання завдань і функцій держави, підтримки фінансових інтересів певних соціальних груп тощо.

Залежно від цілей та завдань, які вони виконують, державні банки можна поділити на п’ять видів:

– *банки розвитку*, що забезпечують фінансування конкретних

[176] Пишний А.Г. Дисертація з права – Правовий статус державних банків в Україні. 2008. URL: http://mego.info/матеріал/дисертація-з-права-правовий-статус–державних–банків–в-україні-пишний–андрій-григорович-2008

інфраструктурних проєктів, окремих пріоритетних для держави галузей або спеціальних регіональних проєктів у рамках загальнонаціональних програм (вирівнювання розвитку), сегментів клієнтів;

– *експортно-імпортні банки,* за допомогою яких здійснюється системна підтримка розвитку експорту пріоритетних галузей, а також імпорту технологій (для модернізації базових та розвитку пріоритетних галузей). Такі установи є в Європі, США, Канаді, Мексиці, Японії, Китаї, Індії та інших країнах;

– *ощадні та поштові банки* – фінансові інституції, що використовують відділення (у т.ч. поштові) для забезпечення доступу до фінансових послуг домогосподарств (часто у сільській місцевості), які не мають доступу до фінансових послуг інших банківських інституцій або він обмежений;

– *так звані "соціальні" банки,* що здійснюють фінансування МСБ, мікрофінансування;

– *універсальні банки,* що надають широкий спектр послуг різним сегментам клієнтів.

Найбільш важливою групою державних банків у контексті забезпечення ефективної реалізації грошово-кредитної політики виступають банки розвитку з державною участю. Значну кількість державних банків розвитку було засновано після Другої світової війни. За оцінкою ОЕСР, у середині 1960-х років у світі налічувалося близько 340 банків розвитку, з яких державними були понад половину, інші мали змішану форму власності або повністю приватну. Незважаючи на те, що у 1980–1990 рр. вважалося, що частка державної власності у банківському секторі повинна скорочуватись, а роль приватних фінансових установ збільшуватись, у багатьох країнах банки розвитку залишилися у державній власності.

Так, у 1998 р. у 185 країнах світу налічувалося понад 550 банків розвитку, серед яких 32 – міжнародні, регіональні та субрегіональні, 74% з них – повністю державні, а ще 21% – на понад половину перебували у державній власності. У 2017 р., за даними Світового банку, частка державних банків становила 25% від загальної величини банківських активів у світі[177].

Аргументи на користь існування державних банків:

– *специфічні завдання та функції, які можуть виконувати виключно державні банки*. Тобто функції державних банків не можуть виконувати інші

[177] Public development banks: towards a better model. A Eurodad discussion paper co-sponsored by Afrodad and Latindadd. April 2017.

банки або учасники фінансового ринку через різні обставини (рівень гарантій, довгостроковий характер, високу витратність; недостатній рівень прибутковості чи рентабельності тощо);

– *в умовах слабкої фінансової системи державні банки надають економіці країни необхідний для розвитку капітал, оскільки приватні банки, за певних обставин, не можуть сприяти економічному зростанню країни*, адже домінуючою метою їхньої діяльності є отримання прибутку. Основною метою діяльності державного банку не є одержання прибутку для свого акціонера, хоча прибутковість самого банку слугує одним із критеріїв ефективності та доцільності існування такого інституту в державі.

Після ГФК та пандемії у 2020–2022 рр. на перевагах державних банків стали наголошувати й міжнародні фінансові організації.

Зокрема, МВФ підкреслює, що перевагою державних банків є їх здатність охопити своїм обслуговуванням великі та малі компанії, а також домашні господарства та місцеві органи державного управління. І саме державні банки вважає одним із інструментів політики для утримання негативних економічних наслідків пандемії, оскільки такі банки можуть:

– тимчасово заповнити нестачу кредитування приватними банками в період кризи шляхом надання гарантій або кредитів, у тому числі за субсидованими ставками, передусім малим і мікропідприємствам та самозайнятим громадянам. Державні банки також можуть бути використані для управління державними програмами кредитних гарантій;

– надавати кредитну підтримку стратегічно важливим компаніям, які відчувають серйозні обмеження фінансування через наслідки епідемії для здоров’я та економіки;

– підтримувати фінансування приватних банків – зокрема й за рахунок операцій перекредитування (надання кредитів через приватні банки);

– надавати місцевим органам влади кредити на боротьбу з впливом пандемії на здоров’я та економіку.

Про переваги державних банків зауважує і Світовий банк[178]. Зокрема, він наголошує, що державні банки можуть сприяти зростанню економіки шляхом недопущення провалів, які притаманні ринкам лише з приватними банками. Крім того, державні банки виконують соціальну функцію шляхом надання

[178] South Asia Economic Focus, Spring 2020: The Cursed Blessing of Public Banks. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33478

послуг населенню у віддалених районах та бідним верствам, наприклад, через велику та субсидовану мережу філій. У Бангладеш, де мережа державних банків у віддалених від центру районах більш широка за мережу приватних банків, це позитивно вплинуло на випуск продукції та продуктивність компаній у цих районах. Також було виявлено тісний зв'язок між доступністю банківських послуг та скороченням бідності.

У доповіді на Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД) у Женеві 25 вересня 2019 р. наголошувалося, що саме підтримка державних банків може стати найкращим варіантом для стійкого розвитку регіонів[179]. Також у ній зазначалося, що державним банкам необхідно повернути їх традиційні, більш важливі, функції, а банківському сектору рекомендувалося відійти від сьогоднішньої моделі фінансіалізованих ринків, які частіше за все орієнтуються на спекулятивну активність та зменшили надання послуг виробничому сектору. Звертається увага на те, що за своєю концепцією державні банки відрізняються від приватних: вони мають приділяти головну увагу довгостроковим проєктам, віддача від яких перевищує комерційну вигоду як таку, а також секторам та регіонам, які приватні фінанси ігнорують.

Основним стримуючим фактором для розширення ролі[180] державних банків у деяких країнах є недостатня капіталізація. Другий стримуючий фактор – нормативні вимоги, які важко виконати спеціалізованим банкам – таким, як банки розвитку. Останні мають фіксовану базу капіталу, обсяги їх кредитів обмежені нормативами достатності капіталу та платоспроможності. Це становить значну проблему для банків розвитку, які могли би розширити залучення коштів через національні та міжнародні ринки капіталу. Саме тому в доповіді ЮНКТАД пропонується, зокрема, таке:

– *звільнити центральні банки від вузької спрямованості на стабільність цін / таргетування інфляції*;

– збільшити банкам розвитку та іншим державним банкам власний капітал з метою розширення кредитування;

– спрямовувати на потреби розвитку ресурси національних фондів

[179] Забудьте о секьюритизации: поддержка государственных банков – лучший вариант для устойчивого развития, говорится в Докладе ООН. Пресс-релиз UNCTAD/PRESS/PR/2019/31 / Конференция ЮНКТАД. URL: https://UNCTAD/EDM/MISC/2003/22 03-51021

[180] Попри це деякі банки активно працюють: кредити Банку розвитку Китаю становлять 13,4% ВВП Китаю, а Корейського банку розвитку – 10,5%, проте в таких країнах, як Індія, Малайзія, Мексика, Російська Федерація та Південна Африка, кредитний портфель становить 1–2% ВВП цих країн.

добробуту, зокрема шляхом підтримки банків розвитку;

– привести у відповідність до особливостей державних банків, передусім банків розвитку, нормативно-правову базу діяльності банків – варто залишити банки розвитку поза межами Базельської угоди або надати їм особливий режим з урахуванням їх відмінностей та повноважень;

– державам слід переглянути вимоги до своїх банків щодо досягнення надвисоких кредитних рейтингів;

– державні банки не повинні відхилятися від своєї мети та мають послуговуватися чітким мандатом держави, а також спиратися на механізми звітності та показники ефективності, серед яких у пріоритеті має бути довгострокова соціальна віддача та віддача для розвитку, а не лише рентабельність.

З іншого боку, вагомими недоліками державних банків є:

– наявність політичного впливу на процес прийняття рішень і нецільове використання державних коштів та, як наслідок, низька ефективність діяльності банків; серйозний конфлікт між цілями розвитку, соціальними завданнями банків та особистими інтересами тих, хто ними управляє;

– державні банки можуть негативно впливати на конкуренцію, що призводить до обмеження інновацій та зниження ефективності, наприклад, за рахунок несвоєчасного впровадження нових технологій[181];

– напрями діяльності банків не враховують пріоритети, а їх діяльність не забезпечує виконання покладених на них місій і, як наслідок, державні банки перетворюються в універсальні.

На сьогодні державний сектор у банківській системі відіграє важливу роль у фінансовій системі багатьох країн світу. У Південній Азії на нього припадає понад 40% банківських активів – це найвищий показник серед інших регіонів світу, що більш ніж удвічі перевищує рівень у країнах Східної Азії (за винятком Китаю), які за цим показником перебувають на другому місці[182]. В Індії у 2014 р. на державні банки припадало приблизно три чверті всіх активів банківської системи[183]. У Бутані частка державних банківських активів становить 56%, Шрі-Ланці та Мальдівах – по 40%.

[181] Обзор доклада Всемирного банка «Экономический фокус Южной Азии, весна 2020 г.». URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33478

[182] Там само.

[183] Уолш Джеймс П. Будущее финансов Азии. *Финансы и развитие*. Июнь 2014. URL: https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2014/06/pdf/walsh.pdf

Державні банки продовжують відігравати провідну роль *у Китаї та Туреччині.* Так, у Китаї держава контролює п'ять банків: повністю у державній власності перебувають три спеціалізованих банки – Китайський банк розвитку, Експортно-імпортний банк Китаю, Сільськогосподарський банк Китаю, а у двох найбільших акціонерних банках державі належить контрольний пакет акцій (зокрема, один із найбільших та найстаріших банків – Банк Китаю – у 2006 р. був перетворений на акціонерне товариство, але контрольний пакет акцій належить уряду КНР)[184].

Банківська система Туреччини налічує понад 50 банків, де визначальну роль відіграють три державних банки, які входять до групи найбільших, та чотири державних інвестиційних банки. Потрібно зазначити і вагомий внесок приватного банківського сектора – на його частку припадає понад 40% депозитів країни[185].

На сьогодні у великих країнах із ринковою економікою провідну роль у банківському секторі, як правило, відіграє національний приватний капітал, проте навіть у таких країнах державні банки продовжують посідати важливе місце при наданні фінансових послуг для секторів економіки, які держава визначає як стратегічні (KfW у Німеччині, банки розвитку Японії та Канади). В Японії та Південній Кореї, як і раніше, на банківському ринку домінує державний сектор. Важливе значення державного капіталу характерне, зокрема, для Німеччини (земельні банки), а до недавнього часу – для Австрії.

У банківській системі Великої Британії на особливому рахунку перебувають ощадні банки, – їх діяльність базується на обслуговуванні установ, що їх заснували, але, по суті, вони є банками з участю державного капіталу. За кількістю вкладів Національний ощадний банк (підрозділ Міністерства національних заощаджень, відділення якого використовують поштові відділення), створений у 1861 р. як Державний ощадний банк, є однією з найбільших ощадних установ світу[186].

Таким чином, міжнародний досвід засвідчує, що державні банки відіграють важливу роль у багатьох країнах світу для досягнення різних цілей економічного розвитку. А формує та визначає розвиток і діяльність державних

[184] Основні банки Китаю. URL: https://scsg.ru/ru/biznes-v-kitae/banki-kitaya/
[185] Банки Туреччини. URL: https://yahyarealty.com/banki-turtsii/
[186] NS&I (2023). National Savings and Investments Annual Report and Accounts and Product Accounts 2022–23. URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1166568/NS_I_Annual_Report_2022_23_digital_final.pdf

банків виключно державна політика. Головний аргумент на користь державних банків – їх спроможність стимулювати економічне зростання завдяки фінансуванню окремих секторів або регіонів, потреба в чому не задовольняється приватними банками.

7.2. Етапи розвитку державного сегмента банківського сектора України

Із часу проголошення незалежності та до 2004 р. Україна як держава була представлена у банківському секторі України двома спеціалізованими банками – Державним ощадним банком України та Державним експортно-імпортним банком України. У ході приватизації 1991–1993 рр. (Укрсоцбанку, Агропромбанку «Україна» та Промінвестбанку) та на тлі стрімкого зростання кількості банків, державні банки свої домінуючі позиції у банківському секторі України залишили. Відповідно суттєво зменшилися можливості держави щодо впливу на діяльність банківського сектора України та формування його кредитної політики.

Досить наочно етапи розвитку державного сегмента банківського сектора України демонструє динаміка державної частки на банківському ринку України (див. Додаток Е). Упродовж 1998–2002 рр. на два державних банки, які входили до переліку найбільших, припадало близько 12% загальних активів банківського сектора, а частка у сукупному кредитному портфелі становила понад 8%, у коштах клієнтів – близько 14%, у власному капіталі – близько 7%.

Експансія іноземного капіталу на український ринок банківських послуг, переважно на ринок роздрібного кредитування, передусім через банки з іноземним капіталом (шляхом залучення прямих кредитів, субординованого боргу, розміщення єврооблігацій), упродовж 2003–2007 рр. призвела до відставання темпів зростання кредитного портфеля та загальних активів державних банків від банківського сектора загалом. Як наслідок – зниження частки державних банків у загальних активах та сукупному кредитному портфелі відповідно до 8 та 7,3%. Це викликано і збільшенням кількості банків у цей період.

Різке зміцнення позицій державних банків на банківському ринку України відбулося у 2009 р., коли уряд України став мажоритарним власником Укргазбанку, Родовід Банку та банку «Київ». Ці банки не мали системного

значення, проте уряд прийняв рішення придбати їх з метою врятувати від банкрутства. За зменшення кількості банків[187] через їх банкрутство це стало основною причиною збільшення частки державних банків у загальних і чистих активах, сукупному кредитному та депозитному портфелях банківського сектора загалом. Упродовж 2009–2015 рр. на державні банки припадало 17–29% загальних активів (17–28% чистих активів), 15–23% кредитного портфеля (юридичних осіб – 20–26%, фізичних осіб – 5,4–9%) та 14–26% депозитного портфеля банківської системи.

Принагідно зазначити, що у 2013 р. кількість державних банків зросла до вісьмох за рахунок новостворених Державного земельного банку та банку «Розрахунковий центр»[188], проте їх діяльність зовсім не вплинула на частку державних банків на ринку через мізерні обсяги активів (спільна частка цих двох банків у загальних активах банківського сектора впродовж 2005–2016 рр. становила менше за 0,1%).

Більше того, у вересні 2016 р. Національним банком України та Фондом гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО) було прийнято рішення про ліквідацію Держкомзембанку, а у 2021 р. за рішенням акціонерів банк «Розрахунковий центр» став небанківською фінансовою установою. Крім того, у 2016 р. через неплатоспроможність були виведені з ринку банк «Київ» – шляхом відчуження активів і зобов’язань на користь АБ «Укргазбанк», а також ВАТ «Родовід Банк» – спочатку шляхом запровадження у ньому тимчасової адміністрації, а потім надання йому статусу санаційного банку і в подальшому – шляхом ліквідації (2017 р.).

Недоліки і прорахунки у грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці НБУ, неякісне виконання ним наглядової функції, ризикова діяльність банків, зловживання менеджменту та власників банків, а також втрата активів унаслідок анексії Криму та ситуації на сході України у 2014–2016 рр. призвели до безпрецедентної за масштабами банківської кризи.

Як наслідок – виведення за період 2014–2018 рр. з ринку 105 банків, переважно через визнання їх неплатоспроможними, необхідність докапіталізації переважної кількості діючих банків. Щоб уникнути банкрутства найбільшого системоутворюючого банку, крах якого міг спровокувати кризу

[187] Кількість банків зменшилася із 182 на кінець 2009 р. до 119 на кінець 2015 р., тобто на 63 банки.

[188] Спеціалізований банк, що займався проведенням грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржою, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати».

всієї фінансової системи України, та з огляду на необхідність забезпечення стабільності фінансової системи та захисту прав й інтересів вкладників, що охороняються законом, у грудні 2016 р. було прийнято рішення про націоналізацію ПриватБанку.

Після переходу ПриватБанку у державну власність та суттєвої докапіталізації державних банків, на тлі різкого скорочення кількості банків, позиції держави в банківському секторі стали домінуючими. Впродовж 2016–2021 рр. на державні банки припадало 47–55% чистих активів та 50–60% загальних активів (у т.ч. ПриватБанк – 22–28%), 45–56% загального кредитного портфеля (48–59% кредитного портфеля юридичних осіб та 31–43% кредитного портфеля фізичних осіб) і 47–55% депозитного портфеля банківської системи (40–48% депозитів юридичних осіб та 55–63% депозитів фізичних осіб), а також 46–66% статутного та 33–48% власного капіталу.

Доцільність такої високої частки держави на банківському ринку України викликає багато дискусій. Поза сумнівом, для відповіді на це питання необхідно враховувати показники ефективності діяльності державних банків. Проте не менш важливим є розгляд питань мети функціонування, наявності чи відсутності специфічних завдань і функцій державних банків, впливу державних банків на рівень цін та конкуренцію у банківському секторі економіки, впливу держави на ухвалення рішень, наглядової та регулятивної ролі держави.

Мета створення та функціонування державних банків є одним із найбільш важливих і принципових питань правового регулювання банківської діяльності, адже вона визначає роль та пояснює доцільність участі держави на ринку фінансових послуг, визначає методи державного управління в цій сфері й обумовлює механізм прийняття рішень, завдання та функції державного банку.

До ухвалення нового Закону України «Про банки і банківську діяльність» (№ 2121-III від 7 грудня 2000 р.) у чинному законодавстві взагалі ніяким чином не обумовлювалися ані правовий статус державних банків, ані порядок їх створення, реорганізації, ліквідації та управління.

Нова редакція Закону України «Про банки і банківську діяльність» (далі – Закону) суттєвим чином покращила правове забезпечення функціонування банків в Україні. Окрема стаття Закону (Стаття 7. Державні банки) присвячена державним банкам, яка з часу його ухвалення зазнала суттєвих змін, передусім стосовно органів управління та їх компетенції. Так, якщо до внесення у грудні

2006 р.[189] змін до статті 7 Закону України «Про банки і банківську діяльність» членів наглядової ради державного банку призначала Верховна Рада України та Президент України (по сім членів), то після цих змін – Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України (по п’ять членів).

Проте найбільш знакові зміни до статті 7 Закону України «Про банки і банківську діяльність» було ухвалено у 2018 р.[190].

На перший погляд, визначення, згідно зі змінами, Кабінету Міністрів України (органу, що здійснює управління корпоративними правами держави у державному банку) вищим органом управління державного банку замість Наглядової ради, мало би надати державі змогу забезпечити ефективне здійснення та реалізацію повноважень власника державного банку. Розширення повноважень Кабінету Міністрів України (до змін його повноваження передбачали лише затвердження статуту державного банку) передусім стосовно визначення основних (стратегічних) напрямів діяльності державного банку, затвердження звітів щодо їх виконання та річного звіту державного банку, прийняття рішення про покриття збитків та розподіл прибутку, мало би цьому сприяти.

Натомість інші зміни не лише зводять цю потугу нанівець, а й усувають державу – власника державних банків – від управління ними та повністю передають цю функцію особам, які не представлять українську державу. Йдеться про те, що згідно зі змінами, внесеними до статті 7 Закону України «Про банки і банківську діяльність», колегіальним органом управління державного банку, що в межах своєї компетенції здійснює управління державним банком, а також контролює та регулює діяльність виконавчого органу державного банку з метою виконання стратегії його розвитку, визначено наглядову раду. При цьому 2/3 складу наглядової ради є незалежні члени, визначені шляхом конкурсного відбору компанією з добору персоналу. Голова та члени правління державного банку призначаються та звільняються з посади наглядовою радою банку за пропозицією комітету наглядової ради державного банку з питань призначень та винагород посадовим особам.

[189] Закон України «Про внесення змін до статті 7 Закону України "Про банки і банківську діяльність"» від 22.12.2006 № 532-V. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/532-16#Text

[190] Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функціонування фінансового сектору в Україні» від 05.07.2018 № 2491-VIII. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2491-19#Text

Таким чином, представник держави не може бути ані головою наглядової ради, ані головою комітету наглядової ради банку з питань ризиків та з питань призначень та винагород посадовим особам, ані навіть членом наглядової ради з питань аудиту. Але при цьому Наглядова рада затверджує стратегію розвитку банку (Кабінет Міністрів України попередньо визначає стратегічні напрями діяльності банку та схвалює стратегію розвитку банку), здійснює управління банком, а також контролює та регулює діяльність виконавчого органу банку з метою виконання стратегії розвитку державного банку (питання затвердження стратегії розвитку банку відповідно до основних напрямів діяльності, визначених вищим органом управління банку, віднесено до виключної компетенції наглядової ради).

Усе це свідчить, що держава як власник банків не лише самоусунулася від управління банками, а й уможливила виконання цієї функції особами, які не представляють українську державу (навпаки – можуть навіть представляти інтереси інших держав чи іноземних/транснаціональних установ).

7.3. Зміна ролі державних банків в умовах війни та повоєнного відновлення

В умовах безпрецедентних викликів COVID-19 та повномасштабної агресії РФ проти України ставлення до державних банків було суттєво переглянуто. Так, у квітні 2021 р.[191] державні банки включено до переліку об’єктів критичної інфраструктури в банківській системі України та переліку уповноважених банків України, що залучаються до роботи (здійснення операцій) в умовах особливого періоду.

Загалом у період 2020–2021 рр., попри певні коливання фінансових показників діяльності, держбанки продемонстрували не лише свою корисність, а й відносно високу фінансову стійкість (табл. 6.1).

[191] Рішення Національного банку України «Про об’єкти критичної інфраструктури в банківській системі України» від 20 квітня 2021 р. № 148 та від 24 квітня 2022 р. № 9/ДСК «Про затвердження переліку банків України, що залучаються до роботи (здійснення операцій) в умовах особливого періоду». URL: https://bank.gov.ua/search/?page=1&perPage=5&search=Основні%20(стратегічні)%20напрями %20діяльності%20банків%20державного%20сектору%20на%20період%20дії%20воєнного%20стан%20та%20післявоєнного%20від&phrase=&from=&to=&type%5Ball%5D=1

Таблиця 7.1

Окремі показники діяльності державних банків за 2019–2021 рр.

Назва банку	Прибуток після оподаткування, *млрд грн*				Рентабельність власного капіталу (ROE), *%*				Показник ефективності витрат банку (CIR), *%*			
	Ціль на 2024 рік*	2019	2020	2021	Ціль на 2024 рік*	2019	2020	2021	Ціль на 2024 рік**	2019	2020	2021
ПриватБанк	15,8	32,6	25,3	35	31	37,9	23,4	29,1	45	30,8	34,8	42,3
Укрексімбанк	1,8	1,0	**-5,6**	2,7	13	5,5	**-28,2**	12,0	45	38,3	146,6	39,9
Ощадбанк	3	0,3	2,8	1,1	14	0,7	6,9	2,5	65	98,5	74,3	79,5
Укргазбанк	1,6	1,3	0,5	3,8	16	9,3	3,2	18,9	55	53,7	65,8	45,8
Усього	**22,2**	**35,2**	**23,1**	**42,6**		**22,5**	**12,4**	**20,6**		**43,0**	**48,4**	**49,6**

* Не нижче за…

** Не вище за…

Джерело: розраховано за даними: STATISTA. URL: https://www.statista.com/statistics/878412/number-of-smes-in-europe-by-size/#statisticContainer

Так, у 2020 р. ПриватБанк та Укргазбанк демонстрували зменшення прибутку та рентабельності капіталу і погіршення показника ефективності витрат, а Укрексімбанк взагалі показав збитковий результат. Проте вже у 2021 р. ці банки покращили всі три показники, натомість Ощадбанк – їх погіршив. Державні банки загалом та, зокрема, три банки із чотирьох досягли за 2021 р. прибутку у 42,6 млрд грн, що на 20 млрд грн більше за цільовий показник на 2024 р., проте таке покращення ефективності доволі ілюзорне, адже основні види банківської діяльності – кредитування та розрахункові операції – її підґрунтя не становлять.

Прибуткова діяльність державних банків стала можливою зокрема завдяки політиці Національного банку та уряду України, адже основним джерелом процентних доходів державних банків стали ОВДП та депозитні сертифікати, які за 2020 р. становили понад 31 млрд грн та за 2021 р. – майже 36 млрд грн. Упродовж 2018–2021 рр. питома вага ОВДП та депозитних сертифікатів разом у чистих активах державних банків загалом становила від 45 до 54% (у ПриватБанку – понад 60%).

2022 рік особливо підтвердив доцільність перебування банків у державній власності, адже через повномасштабне воєнне вторгнення РФ в Україну та уведення воєнного стану передусім з їх допомогою держава змогла забезпечити підтримку та стабільність функціонування банківського сектора,

фінансування пріоритетних галузей економіки та безперебійне функціонування підприємств критичної інфраструктури.

07 травня 2022 р. Кабінет Міністрів України схвалив Основні (стратегічні) напрями діяльності банків державного сектора на період дії воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки. У їх рамках було визначено, що:

– у період воєнного стану досягнення очікуваних у мирний період показників діяльності банків державного сектора, визначених Засадами стратегічного реформування державного банківського сектора (стратегічних принципів) у редакції від 02 вересня 2020 р., а також виконання ключових показників діяльності, визначених стратегіями розвитку кожного з банків державного сектора, є неактуальним та недоцільним;

– у період дії воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки місія державних банків полягає в активній участі у забезпеченні фінансової стабільності України, підтримці та стабільності функціонування банківського сектора, забезпеченні фінансування пріоритетних галузей економіки та безперебійного функціонування підприємств (об’єктів) критичної інфраструктури, у тому числі таких, що перебувають у державній власності;

– у період дії воєнного стану та післявоєнного відновлення економіки серед стратегічних цілей державних банків є забезпечення фінансової підтримки пріоритетних галузей економіки та підприємств (об’єктів) критичної інфраструктури, а також доступність надання банківських послуг для забезпечення захисту прав споживачів;

– пріоритетами в діяльності банків державного сектора має бути в тому числі, але не виключно, фінансування: суб’єктів підприємницької діяльності, які постраждали внаслідок збройної агресії РФ проти України та/або задля запобігання такій агресії, зокрема з метою задоволення потреб Збройних сил України; аграрного сектора з метою продовольчого забезпечення країни, включаючи проведення посівної компанії, в тому числі суміжних галузей, які забезпечують функціонування сільськогосподарських підприємств (постачальників палива, добрив, насіння, засобів захисту рослин тощо); підприємств (об’єктів) критичної інфраструктури; підприємств харчової промисловості, продуктового рітейлу та суміжних галузей; інфраструктурних проєктів, спрямованих на відновлення/розвиток об’єктів соціальної, транспортної та критичної інфраструктури, у тому числі пошкоджених/зруйнованих унаслідок бойових дій під час воєнного стану; транспортно-логістичної

інфраструктури країни та проєктів, пов'язаних із розвитком нових логістичних рішень; підтримка релокації підприємств, що перебували у місцях проведення активних бойових дій; проєктів з розвитку виробничих потужностей для заміщення продукції, що імпортувалася з РФ та Білорусі.

У період до початку повномасштабного вторгнення державні банки в Україні так і не стали драйвером економічного зростання, що передусім передбачало спрямування фінансів на розвиток важливих секторів економіки. Останніми роками головна функція усього банківського сектора України – кредитування економіки – фактично стала другорядною, про що свідчить структура активів банківського сектора[192]. Як наслідок – несуттєва роль банківського сектора загалом у розвитку економіки, про що свідчить один із головних показників цієї ролі – відношення кредитного портфеля банків до ВВП[193].

Попри наявність стратегій, що виступають інструментами реалізації державної економічної політики в окремих галузях та сферах, державних програм та проєктів, до 2020 р. жодна державна цільова програма не передбачала безпосередньо державну кредитну підтримку шляхом часткового здешевлення вартості кредитів.

Наприклад, для низки державних програм визначено такі джерела фінансування:

– для державної цільової економічної програми енергоефективності та розвитку сфери виробництва енергоносіїв з відновлюваних джерел енергії та альтернативних видів палива на 2010–2021 рр. – кошти державного та місцевих бюджетів та інші джерела;

– для державної цільової програми розвитку аеропортів на період до 2023 р. – власні кошти підприємств, у власності яких перебувають аеродроми, аеродромні об'єкти та аеропорти, а також залучені ними кредитні кошти, у тому числі під державні гарантії, державні кошти, кошти приватних інвесторів, а також інші не заборонені законодавством джерела;

– для державної цільової економічної програми розвитку автомобільних доріг загального користування державного значення на 2018–2022 рр. – кошти спеціального фонду державного бюджету (державний дорожній фонд),

[192] Обсяги вкладень в ОВДП та депозитні сертифікати разом по банківському сектору за 2020–2021 рр. перевищили чистий кредитний портфель, а за 2017–2021 рр. – по державних банках загалом.
[193] Упродовж 2015–2021 рр. мало тенденцію до зниження і на кінець 2021 р. становило 19,1%.

загального фонду державного бюджету, міжнародних фінансових організацій, інвесторів[194].

Аналіз звітності Міністерства економіки України свідчить: виконання державних цільових програм за 2017–2020 рр. (табл. 6.2) жодного разу не були профінансовані в повному обсязі (виконання плану коливалося в межах від 17,4 до 78,9%); найбільша питома вага інших джерел фінансування в загальному обсязі фактично профінансованих робіт становила 26,1%, в абсолютному вимірі – 29,2 млрд грн. Це дає підстави припустити, що обсяг кредитних коштів на фінансування державних цільових програм зовсім незначний, адже до складу інших джерел, крім них, входять також власні кошти підприємств та кошти інвесторів.

Таблиця 7.2

Показники виконання державних цільових програм за джерелами фінансування

Показник	**2017**			**2018**			**2019**			**2020**		
	План	Факт	Виконання, %	План	Факт	Виконання, %	План	Факт	Виконання, %	План	Факт	Виконання, %
Загальний обсяг, *млрд грн*	**86,51**	**15,07**		**56,41**	**18,71**	**33,2**	**70,9**	**55,6**	**78,4**	**141,9**	**111,9**	**78,9**
Державний бюджет	47,27	9,52	20,1	46,41	10,56	22,8	46,9	44,5	94,9	110,7	76,9	69,5
Місцеві бюджети	6,61	3,07	46,4	5,34	6,12	114,6	5,3	6	113,2	8	5,8	72,5
Інші джерела	32,63	2,48	7,6	4,66	2,03	43,6	18,7	5,1	27,3	23,2	29,2	125,9
Частка від загального фінансування, *%*												
Державний бюджет	54,6	63,2		82,3	56,4		66,1	80,0		78,0	68,7	
Місцеві бюджети	7,6	20,4		9,5	32,7		7,5	10,8		5,6	5,2	
Інші джерела	37,7	16,5		8,3	10,8		26,4	9,2		16,3	**26,1**	

Джерело: складено за даними Міністерства економіки України: Офіційні звіти про діяльність. URL: https://me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=5ab7e1e4-e9a5-4c0c-b53a-69d1788c327a&tag=ZvitiProDiialnist

Цілком логічними на цьому тлі є висновки Міністерства економіки України щодо системних недоліків виконання державних цільових програм:

– державні цільові програми так і не стали дієвим та ефективним інструментом розв’язання найважливіших проблем розвитку держави, окремих

[194] Затверджені постановами Кабінету Міністрів України відповідно: від 01.03.2010 № 243, від 24.02.2016 № 126, ід 21.03.2018 № 382.

галузей економіки або адміністративно-територіальних одиниць. Вони виконують роль «формального документу з декларацією про наміри щось зробити»;

– у рамках планування та використання коштів державного бюджету принципи пріоритетності вирішення проблеми не дотримуються в повному обсязі. Питання досягнення програмних цілей не є основним при розподіленні бюджетних коштів. Прогнозні обсяги фінансових ресурсів програми, у тому числі коштів державного бюджету, не узгоджуються з реальними можливостями їх фінансування.

За таких умов було би вкрай важливо залучити для фінансування державних цільових програм кредитні ресурси, проте це можливо лише за умови вирішення принципового питання — їх здешевлення. Саме спроможність надання дешевих кредитів для фінансування проєктів, що забезпечують економічне зростання , і є головною перевагою банків розвитку.

Оскільки це питання в Україні до 2020 р. не вирішувалося, функцію банків розвитку в частині фінансування пріоритетних проєктів частково виконували міжнародні фінансові організації (МФО): ЄБРР, Світовий банк, Європейський інвестиційний банк (ЄІБ), МФК (Міжнародна фінансова корпорація), KfW та інші. МФО надають кредитну підтримку для розвитку економіки України за такими напрямами: стимулювання експорту, інфраструктурні та соціальні проєкти, підтримка малого та середнього бізнесу. Кредитування за рахунок коштів МФО реалізується як через державні, так і через приватні банки.

Певні зрушення щодо надання державної кредитної підтримки суб’єктам господарювання намітилися з 2020 р. під впливом пандемічного та карантинного шоків. Ще на початку 2020 р. уряд України запровадив для малого та середнього бізнесу Програму фінансової державної підтримки бізнесу «Доступні кредити 5–7–9%»[195] для стимулювання інвестиційного кредитування під відповідні ставки.

З метою підтримку бізнесу під час пандемії COVID-19 у квітні 2020 р. цю програму було розширено антикризовими кредитами на інвестиційні цілі та фінансування оборотного капіталу під 0–7% річних (0% річних – на період строку дії карантину, встановленого Кабінетом Міністрів України з метою запобігання

[195] Постанова Кабінету Міністрів України від 24.01.2020 №28 «Про затвердження Порядку надання фінансової державної підтримки суб’єктам мікропідприємництва та малого підприємництва». https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-п#Text

поширенню гострої респіраторної хвороби COVID-19, викликаної коронавірусом SARS-CoV-2, або обмежувальних заходів, пов'язаних з її поширенням, та протягом 90 днів з дня їх відміни, а після їх скасування – до рівня 7% річних) та кредитами рефінансування існуючої заборгованості – під 0–3% річних[196].

З початком повномасштабного вторгнення РФ в Україну та на період воєнного стану уряд посилив програми державної підтримки. Зокрема, за програмою «Доступні кредити 5–7–9%» уряд запровадив нові напрями програми та поширив їх на малі та середні й великі підприємства.

Таким чином, після реформи 2001–2002 рр. державні банки перестали виступати спеціалізованими інститутами розвитку і не розглядались як інструменти реалізації грошово-кредитної політики. Тож ефективність її впливу на підтримку економічного зростання суттєво знизилася.

Досвід створення у 2004 р. Українського банку реконструкції та розвитку для фінансової підтримки інвестиційних проєктів, який мав стати головним інструментом кредитування стратегічних галузей української економіки, виявився негативним – ця установа не стала справжнім банком розвитку, як прийнято у світі, оскільки не була наділена ані особливим статусом та функціями, ані відповідним капіталом.

Суттєве збільшення частки державних банків на банківському ринку України відбувалося після націоналізації окремих приватних банків, які зіштовхнулися з фінансовими проблемами, а після переходу в державну власність ПриватБанку та суттєвої докапіталізації державних банків, позиції держави – на тлі різкого скорочення кількості банків – стали в банківському секторі домінуючими.

Кредитна політика державних банків, як і банківського сектора України загалом, не спрямована на розвиток реального сектора, зокрема промисловості, свідченням чому є структура банківського кредитування за видами економічної діяльності та зосередженість банків на операціях з ОВДП та депозитних сертифікатах НБУ.

[196] Постанова Кабінету Міністрів України від 15.04.2020 №283 «Про внесення змін до Порядку надання фінансової державної підтримки суб'єктам мікропідприємництва та малого підприємництва». https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/283-2020-п#n8

Розділ 8
ЦИФРОВІЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Цифровізація є одним з ключових трансформаційних чинників початку XXI століття і невід'ємною частиною більшості сфер життя суспільства. При цьому сама фінансова сфера виступає драйвером цифровізації економічних відносин. Загалом цифровізація фінансових послуг насамперед стосується банківських і небанківських продуктів і послуг для споживачів. Вона проявляється через створення нових шляхів спрямування фінансових потоків бізнесу та населення, поглиблюючи фінансову інклюзію.

8.1. Особливості прояву цифровізації за видами фінансових послуг

На думку фахівців Інституту розвитку менеджменту (International Institute for Management Development – IMD)[197], цифровізація є однією з основ формування конкурентоспроможності економіки, що забезпечує більш високий рівень доходу населення [198]. Крім того, цифровізація – результат поєднання цифрових талантів, цифрового регулювання та управління даними, цифрового ставлення та наявності фінансового капіталу. Помітного прискорення процесу цифровізації надала пандемія COVID-19, оскільки постала потреба у:

– наданні фінансових послуг за мінімального фізичного контакту з населенням;

– забезпеченні виконання трансфертних платежів (пенсій, стипендій тощо) за дистанційного обслуговування з боку державних та фінансових структур;

– надання бізнес-послуг в умовах дистанційної роботи бізнесу.

Додатковими чинниками, які стимулюють цифровізацію у фінансовій сфері, є:

– впровадження Payment Service Directive 2 у ЄС;

[197] IMD World Competitiveness Center. 2022. URL: https://www.imd.org/centers/world-competitiveness-center/rankings/world-digital-competitiveness/

[198] Hurduzeu G. et al. The Interplay between Digitalization and Competitiveness: Evidence from European Countries. *Societies*. 2022. Vol. 12. No. 6. P. 157.

– розвиток цифрових валют центральних банків;

– поширення криптоактивів та цифрового Всесвіту як альтернативи стандартного фінансового кругообігу[199].

До того ж в умовах повномасштабного вторгнення в Україну високий рівень цифровізації послуг уможливив безперервне постачання більшості фінансових послуг та нових програм фінансової допомоги, зокрема й зарубіжних, з урахуванням внутрішньої та міжнародної міграції населення. Український досвід показав, що цифровізація слугує додатковою гарантією неперервності надання фінансових послуг, у тому числі в умовах непередбачуваних зовнішніх ризиків.

З 2011 р. Світовий банк збирає дані щодо глобальної доступності до фінансових послуг[200]. База даних Findex[201] – глобальне джерело даних щодо доступу до фінансових послуг, таких як платіжні, послуги кредитування, та заощаджень. Світовий банк проводить оцінку впливу цифровізації за групами країн за рівнем доходу на душу населення (країни з рівнями доходу низьким, нижчим за середній, вищим за середній та високим, відповідно) за показниками:

1) наявності рахунку – як базового індикатора доступності основної фінансової послуги – відкриття рахунку;

2) електронних платежів – як базового індикатора використання основної послуги економічного кругообігу в електронному вигляді;

3) запозичення/кредитування – як індикатора кредиту як рушійної сили економічного розвитку,

4) заощадження/депозити – як індикатора наявності фінансової бази у фінансових установ для здійснення кредитних та платіжних операцій.

Класичним показником оцінки доступності фінансових ресурсів є частка населення, яке має відкриті рахунки у фінансових установах (див. рис. 8.1). Протягом 2017–2021 рр. цей показник досяг максимального піку серед країн з високим рівнем доходу, оскільки відкритих рахунків у фінансових установах не мають менше 3% населення, старшого за 15 років. Враховуючи наявність фінансової ексклюзії (за фізіологічними, релігійними та іншими обмеженнями),

[199] Adrian, T., & Mancini-Grifoli, T. A new era of digital money. *Finance & Development*. 2021, June.
[200] Опитування проводились у 2011 р., 2014 р. та 2017 р. Останнє було проведене у 2021 р.
[201] The Global Findex Database / World Bank. 2021. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex

можна відзначити максимальний рівень «покриття» базовими фінансовими послугами.

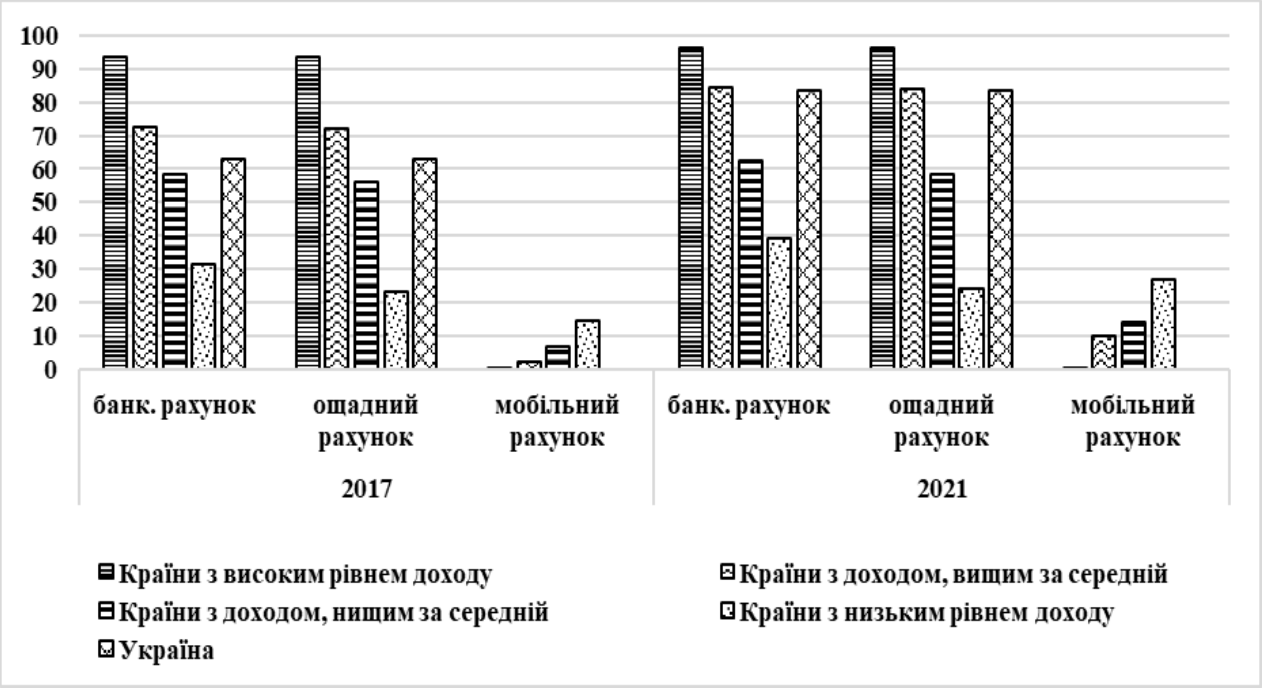

Рис. 8.1. Зміна частки населення, яке має різні види фінансових рахунків (покриття фінансовими послугами) в групах країн з різним рівнем доходу, %

Джерело: складено автором на основі: The Global Findex Database / World Bank. 2021. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex/

Найбільше зростання зафіксовано для груп країн з рівнем доходу, вищим за середній, – понад 10 п.п. за часткою населення, яке має відкриті рахунки у фінансових установах, і у понад 4 рази (до 10%) за цифровим показником. Ця тенденція засвідчила поглиблення рівня доступності до фінансових послуг та спрощення обігу мобільних/віртуальних грошей у країнах з відповідним рівнем доходу.

Рівень поширеності рахунків в Україні високий, зіставний із країнами з рівнем доходу, вищим за середній. Суттєве зростання (на 20 п.п.) частки населення з відкритими рахунками пов’язане із загальною цифровізацією населення, розширенням електронних каналів комунікації банків з клієнтами та прив’язкою грошових трансфертів, соціальних та заробітних виплат у приватному секторі до рахунків у банках. З огляду на дані рис. 8.2., показники щодо здійснення електронних платежів зростали для всіх груп за рівнем доходу – як у 2017 р., так і 2021 р. Показники рівня доступності фінансових послуг в Україні відповідають рівню країн з рівнем доходу, вищим за середній.

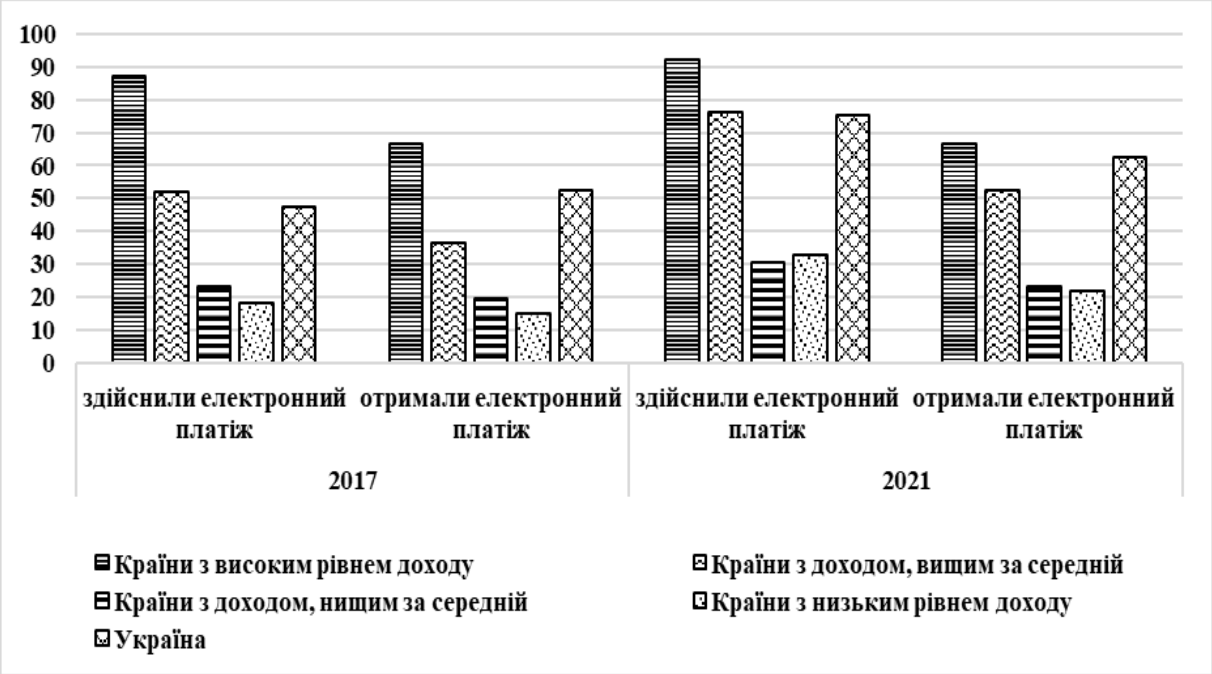

Рис. 8.2. Динаміка часток населення, що здійснюють певні види цифрових платежів в групах країн з різним рівнем доходу, %

Джерело: складено автором на основі: The Global Findex Database / World Bank. 2021. URL: https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex

Динаміка цифрових платежів залежить від:

1) розширення інфраструктури та спрощення регулювання електронних платежів;

2) розширення сегмента e-commerce та онлайн-продажів, особливо в умовах COVID-19;

3) зростання торгівлі на міжнародних онлайн майданчиках (AliExpress, Alibaba, Ebay, Amazon тощо) та спрощення/пришвидшення транскордонних платежів за рахунок використання електронних платежів та прискорення доставки товарів.

Понад 50% населення світу позичають кошти у тій чи іншій формі. Втім, якщо в країнах з високим рівнем доходу до 80% залучень припадає на фінансові установи, то для країн з низьким рівнем доходу через фінансові установи здійснюються лише 22% запозичень. Складно визначити, який вплив процесу цифровізації на приріст кредитних портфелів, проте складно заперечити, що наразі вона є важливим чинником кредитного процесу оскільки:

1) дозволяє зменшити витрати на скоринг клієнта за рахунок впровадження автоматизованих рішень;

2) здешевлює вартість залучення клієнтів за рахунок поширення інформації про продуктові пропозицій[202].

Окрім кредитного ринку, досить наочним є вплив процесу цифровізації на розвиток ринків капіталів з огляду на поширення криптовалют. Криптовалюти мають певні властивості, що на нинішньому етапі розвитку економічних систем демонструють їх переваги порівняно з фіатними валютами:

1) децентралізація: криптовалюти не залежать від центральних банків, держав і фінансових установ, що забезпечує більшу незалежність та надійність;

2) анонімність: трансакції з криптовалютами можуть бути анонімними або псевдоанонімними, що забезпечує приватність користувачів;

3) надійність: трансакції з криптовалютами захищені від шахрайства та фальсифікації за допомогою криптографії, що забезпечує високий рівень безпеки;

4) швидкість та ефективність: трансакції з криптовалютами можуть здійснюватись миттєво та без посередників;

5) низькі комісії: комісії за трансакції з криптовалютами зазвичай набагато нижчі, ніж за трансакцій зі звичайними валютами (для міжнародних переказів);

6) глобальний доступ: криптовалюти доступні для використання там, де є доступ до Інтернету і немає заборон щодо їх використання.

Завдяки цім перевагам криптовалюти набули популярності і на них звернули увагу як індивідуальні користувачі, так і фінансові установи. Капіталізація низки криптовалют уже перевищила десятки мільярдів доларів США. Станом на 31 грудня 2021 р. топ-10 криптовалют за розміром ринкової капіталізації становили (табл. 8.1).

За даними порталу CoinMarketCap[203], загальний ринковий капітал криптовалют станом на 30 березня 2023 р. становив понад 2,7 трлн дол. США. Що стосується динаміки обсягів торгів, то за останні 10 років вони значно зросли. За даними Statista, обсяги торгів на криптовалютних біржах у 2013 р. становили менше 10 млн дол. США. У 2017 р. обсяги торгів сягнули 1,5 млрд дол. США. За весь 2021 р. обсяги торгів становили понад 18 трлн дол. США [204].

[202] Shapoval, Y., et. al. Financial depth-economic growth nexus in Ukraine. Kharkiv: PC Technology center, 2022. 192 p. http://doi.org/10.15587/978-617-7319-61-9

[203] Там само.

[204] Statista. Cryptocurrency - statistics & facts. URL: https://www.statista.com/topics/4495/cryptocurrencies/#topicOverview

Таблиця 8.1

Ринкова капіталізація основних криптовалют на 31.12.2021 р., *млрд дол. США*

Криптовалюта	Капіталізація
Bitcoin (BTC)	876,8
Ethereum (ETH)	467,2
Binance Coin (BNB)	95,3
Solana (SOL)	70,4
Cardano (ADA)	68,9
XRP (XRP)	41,9
Terra (LUNA)	39,1
Polkadot (DOT)	34,3
Dogecoin (DOGE)	28,6

Джерело: складено автором на основі[205].

Незважаючи на значну популярність криптовалют, окремі аспекти їх регулювання залишаються відкритими. В деяких країнах спеціальне законодавство для регулювання криптовалют уже діє, тоді як інші перебувають у процесі розроблення такої законодавчої бази. У деяких країнах володіння, купівля та продаж криптовалюти не пов'язані з отриманням спеціальних дозволів. До таких країн належать США, Канада, Велика Британія, Японія та Швейцарія. У інших країнах володіння та торгівля криптовалютами обмежується повністю або частково. Законодавство деяких країни дозволяє зберігати криптовалюти, але встановлює обмеження на їх торгівлю, купівлю та використання.

Обмеження на ринку криптовалют можуть бути зумовлені різними факторами, такими як бажання урядів контролювати фінансові операції та зменшити ризик фінансових шахрайств, бажання захистити своїх громадян від ризиків, пов'язаних з інвестуванням у криптовалюти, або політичних мотивів. Конвертація коштів з національної валюти країни в криптовалюту і назад може здійснюватися різними способами залежно від країни та наявних послуг.

Один із найпоширеніших способів конвертації – через біржі криптовалют. Для того щоб конвертувати кошти з національної валюти в криптовалюту, необхідно зареєструватися на криптобіржі, підтвердити свою особу та додати кошти на свій біржовий рахунок. Після цього необхідну криптовалюту можна

[205] CoinMarketCap. URL: https://coinmarketcap.com/

купити за національну валюту за поточним курсом. Якщо потрібно конвертувати криптовалюту назад у національну валюту, то необхідно продати її на біржі та замовити виведення коштів на банківський рахунок.

Окрім того, також існують сервіси, що дозволяють конвертувати кошти з національної валюти в криптовалюту та назад безпосередньо із банківського рахунку. Такі сервіси, зазвичай, працюють за рахунок комісій за конвертацію, але їх зручність полягає в тому, що вони не потребують реєстрації на криптобіржах та відповідних підтверджень особистості.

Обсяг криптовалют в обігу зазвичай регулюється за допомогою специфічних механізмів. Наприклад, деякі криптовалюти мають обмежену емісію, тобто їх обсяг в обігу може зростати лише до певної кількості, яку визначено у програмному коді. Наприклад, випуск біткоїну обмежений до 21 млн монет. Це означає, що коли кількість біткоїнів досягне 21 млн монет, більше нових біткоїнів не майнитимуть. Це призводить до того, що обмеженість у кількості може підвищувати вартість криптовалюти на ринку, оскільки її кількість залишиться стабільною, попит на неї може зрости.

Обмежену емісію, крім біткоїна, мають ще, наприклад, Litecoin, Ripple, Cardano та ін. Деякі криптовалюти можуть мати необмежену емісію, але розділену на фрагменти, тобто кожен фрагмент може мати в обігу свій власний максимальний обсяг. Наприклад Ethereum не обмежується кількістю створених монет. Тому, з точки зору інвесторів, ці криптовалюти можуть не викликати такого ж інтересу, як криптовалюти з обмеженою емісією, оскільки невизначеність кількості може призвести до меншої стабільності ціни на ринку.

Для регулювання обсягу криптовалют в обігу також можуть використовуватися різні інструменти ГКП, такі як ставки на позики, резервні фонди та інші механізми, що можуть впливати на попит та пропозицію на ринку криптовалют. Також у деяких країнах регулятори можуть встановлювати обмеження на торгівлю криптовалютами та їх обіг, що впливатиме на їх обсяг в обігу на локальному ринку (наскільки такий підхід може бути застосований до криптовалют).

Водночас криптовалютам властива низка недоліків порівняно з фіатними грошима:

1) *низька сприйнятність.* Незважаючи на зростання сприйнятності криптовалют, вони ще не набули масового поширення як засіб платежу.

Порівняно зі звичайними валютами, які приймаються практично всюди, для криптовалют це є суттєвим обмеженням;

2) *висока волатильність.* Курс криптовалют зазвичай дуже нестабільний і може різко змінюватися протягом короткого часу. Це може призвести до великих втрат для інвесторів;

3) *небезпека втрати.* Криптовалюти можуть бути вкрадені або втрачені через хакерські атаки або через втрату доступу до гаманця. Це ставить інвестиції в криптовалюти під загрозу та створює ризик для користувачів;

4) *регулювання.* Регулювання криптовалют у різних країнах відрізняється і може бути нестабільним. Це може призвести до правової невизначеності та втрати довіри до криптовалюти;

5) *екологічність.* Для майнінгу криптовалют необхідна велика кількість електроенергії, що призводить до значного викиду вуглекислого газу та інших викидів, що негативно впливають на навколишнє середовище[206].

За невеликий період існування криптовалют виникали ситуації, за яких вони демонстрували всі свої позитивні якості. Один із найвідоміших прикладів – можливість інвестицій у Bitcoin. У 2010 р. за один Bitcoin можна було купити менше 1 цента, а в грудні 2017 р. його вартість вже становила понад 19 тис. дол. США. Іншим успішним прикладом можна вважати Ethereum, що з’явилася в 2015 р. і змогла залучити значну кількість інвестицій. Вартість Ethereum зросла з 0,31 дол. США за монету в квітні 2016 р. до максимуму у понад 4 тис. дол. США у травні 2021 р.

Майбутні перспективи використання криптовалют можна визначити таким чином.

1. Використання як засобу платежу. Подальше зростання зацікавленості та прийняття криптовалют може зумовити збільшення їх використання як засобу платежу.

2. Зростання капіталізації ринку криптовалют, що може викликати збільшення інвестицій у цей ринок.

3. Поява нових криптовалют, які можуть мати унікальні функції та застосування, що урізноманітнить ринок.

[206] За даними Кембриджського центру альтернативних фінансів, мережа майнінгу біткоїна споживає електроенергії в рік на рівні 93,78 ТВт/год, що відповідає рівню споживання за рік деяких країн, наприклад, Фінляндії (83,7 ТВт/год), Казахстану (96,6 Твт/год), Бельгії (83,4 Твт/год).

4. Розширення використання криптовалют як альтернативного засобу зберігання та інвестування коштів.

5. Розвиток децентралізованих фінансових (DeFi) продуктів та платформ, що можуть відкрити шлях реалізації нових фінансових інструментів та послуг.

При цьому доцільно наголосити, що, попри зазначені перспективи, які визнаються широким загалом, наразі криптовалюти поки що переважно відіграють роль особливого виду спекулятивного фінансового активу або обмеженого засобу обігу.

8.2. Особливості грошово-кредитної політики в умовах цифровізації

Поширення процесу цифровізації створює додаткові чинники, які мають брати до уваги регулятори при реалізації грошово-кредитної політики. Перш за все віртуальні активи формують додатковий канал відпливу та припливу капіталів, який може бути обмежено керований відповідними національними обмеженнями та створювати значний тиск на грошово-кредитному ринку[207].

Тут слід зауважити, що і прискорення процесінгу в умовах подальшої цифровізації може суттєво змінити характер наглядової політики центробанків. Ідеться про те, що швидкість проведення фінансових операцій за допомогою спеціальних платіжних засобів у режимі 24/7 спонукає до подальшого розширення графіку роботи національних платіжних систем (СЕП) та доступу до міжнародних валютних систем (SWIFT). Це вимагатиме суттєвих змін мікропруденційного нагляду, оскільки до останнього часу інформацію щодо показників ліквідності та достатності капіталу банки подавали на щоденній/щомісячній/квартальній/річній основах. Водночас подальша цифровізація цих відносин вимагатиме контролю в режимі реального часу[208].

Справді, розвиток платіжної інфраструктури та процесінгу суттєво прискорився. Загалом у 2021 р. кількість операцій у світі досягла позначки 118,3 млрд одиниць у реальному часі, що на 64,5% більше порівняно з 2020 р.

[207] Adrian T., Weeks-Brown R. Cryptoassets as National Currency? A Step Too Far. URL: https://blogs.imf.org/2021/07/26/cryptoassets-as-national-currency-a-step-too-far/

[208] Bechara M., Bossu W., Liu Y., Rossi A. The Impact of Fintech on Central Bank Governance. URL: https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2021/08/24/The-Impact-of-Fintech-on-Central-Bank-Governance-463625

Інфраструктура обробки таких операцій має високий потенціал обслуговувати платежі B2B у реальному часі.

Водночас потрібно наголосити, що фактичний вплив цифровізації на реалізацію грошово-кредитної поки ще залишається обмеженим. Та все ж не варто його недооцінювати у середньостроковій перспективі. Щодо безпосередньо впливу цифровізації на діяльність центральних банків, можна погодитись з думкою фахівців компанії EY Т. Коса[209] та Й. Нагеля[210]. Вони прогнозують, що особливої трансформації основного функціонального призначення центробанку – регулювання фінансового ринку та управління ліквідністю – не відбудеться. Концептуально грошово-кредитна політика не зміниться. Водночас способи управління, швидкість прийняття рішень, розширення сфер регулювання швидше за все зазнають помітних змін.

Також слід додати, що наявність відповідних тенденцій у сфері управління ризиками з боку банківських установ та контролю з боку центробанків формує додаткові вимоги щодо нормативно-правового забезпечення, а також формує необхідність запровадження нових систем моніторингу та контролю, а в крайньому випадку, – можливо, і перебудову стратегії управління ризиками центрального банку.

8.3. Цифрові валюти центральних банків та їх вплив на монетарну політику

Цифрові валюти центрального банку (CBDC) – це цифрова форма випущеної урядом валюти[211]. Емітентом CBDC, як і в ситуації з класичною валютою, виступає центральний банк або уповноважений на емісійну діяльність орган. Комітет з платежів та ринкової інфраструктури Банку міжнародних розрахунків (BIS) виокремлює п’ять ключових особливостей, що можуть бути притаманні (не обов’язково всі разом) сучасним CBDC: доступність 24/7,

[209] Koss T. What is the role of the central bank of the future. *EY.* 2021, June 22. URL: https://www.ey.com/en_gl/eu-institutions/what-is-the-role-of-the-central-bank-of-the-future

[210] Nagel J.T he role of central banks in the digital transformation of financial markets. *EY*. 2022, May 9. URL:
https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/the-role-of-central-banks-in-the-digital-transformation-of-financial-markets/

[211] What are the different types of CBDCs, and where are they currently in use? URL: https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-central-bank-digital-currency-cbdc

можливість анонімності, механізм виконання трансакції, можливість лімітування та можливість отримувати проценти за зберігання/використання.

Щодо класифікації CBDC існує кілька підходів. Один із поширених – класифікація за кінцевою метою використання. За цим критерієм виділяють два види CBDC.

1. Розрахунковий (wholesale – оптовий) CBDC – цифрова валюта, що використовується для розрахунків між фінансовими установами. Вона може використовуватись для розрахунків між центральним банком та іншими банками або для розрахунків між різними фінансовими установами. Цей тип CBDC недоступний для громадськості. Він може використовуватися для забезпечення безпечного та швидкого обміну фінансовими активами між учасниками ринку. Цей тип може бути корисним для поліпшення ефективності фінансової системи та зниження ризиків. Наприклад, розрахунковий CBDC може допомогти зменшити ризик затримок у розрахунках та підвищити ефективність розрахунків між фінансовими установами.

2. Роздрібний (retail) CBDC – цифрова валюта, яку можуть використовувати приватні особи для платежів, подібних до тих, що здійснюються за допомогою готівки або кредитних карток. Роздрібний CBDC може випускатися і як національна валюта, і як альтернатива приватним платіжним системам, таким як PayPal, Apple Pay тощо[212]. Основна перевага роздрібного CBDC полягає у тому, що він може забезпечити доступ до цифрових платежів для всіх людей, незалежно від їх фінансового стану. Це може бути особливо корисним для людей, які не мають доступу до традиційних банківських рахунків або для тих, хто живе в областях із обмеженим доступом до банківських послуг.

За іншою класифікацією існує поділ на централізовані та децентралізовані CBDC. Централізовані CBDC контролюються центральним банком, який відповідає за емісію та обіг цифрової валюти. Децентралізовані CBDC базуються на блокчейні та не потребують централізованого контролю. Це означає, що кожен користувач мережі може мати доступ до власних активів та контролювати їх.

Також прийнято виділяти конкурентні та неконкурентні CBDC. Конкурентні CBDC дають конкуруючим учасникам, таким як комерційні банки та інші фінансові установи, змогу емітувати та управляти своїми власними цифровими

[212] Central bank digital currencies. URL: https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf

валютами. Неконкурентні CBDC випускаються тільки центральним банком та не допускають конкуренції з боку інших фінансових установ.

За технологічним принципом генерації виділяють CBDC, що базуються на «розумних» контрактах. та CBDC, що базуються на токенах. Перший тип CBDC використовує «розумні» контракти на блокчейні для автоматизації платежів та розрахунків між учасниками, дає змогу здійснювати автоматизовані платежі та розрахунки, що може знизити витрати на операційні витрати та збільшити ефективність фінансових послуг. Другий тип CBDC використовує токени на блокчейні для представлення власності або прав на активи. Токени можуть бути випущені центральним банком або іншими учасниками на блокчейні. Токенізація може знизити витрати на управління активами та забезпечити більшу прозорість управління активами.

Окрім досліджень впливу CBDC на ефективність ГКП, дискусійним питанням залишаються першопричини виникнення потреби у поширенні CBDC. Серед основних причин, як вважають фахівці компанії McKinsey, можна виділити такі.

1. Розвиток безготівкової економіки. Зокрема, у Європі за період 2014–2021 рр. використання готівки знизилося на третину. Відповідно виникла потреба у доступності надійних інструментів для електронних розрахунків. Центральні банки розглядають CBDC як додатковий інструмент підвищення надійності національних цифрових платіжних систем.

2. Розвиток ринку криптоактивів та їх популярність. У Великій Британії та у шести великих країнах ЄС криптоактивами володіють до 10% домогосподарств. Відповідно реакція центробанків – надати власний інструмент під потреби, що зумовлюють популярність криптоактивів.

3. Тенденції до трансформації міжнародних розрахунків за імпортно-експортні операції. З боку центральних банків є інтерес переорієнтувати тенденцію до використання цифрових валют при міжнародних розрахунках на власні CBDC і тим самим посилити контроль у сфері зовнішньоекономічної діяльності резидентів.

Серед проведених досліджень виділяють як переваги, так і недоліки використання CBDC для ефективності реалізації ГКП. Якщо розглядати ефективність монетарної політики з точки зору цінової стабільності, то основними перевагами є:

1) зменшення витрат на друк готівки. CBDC може допомогти зменшити витрати центральних банків на друкування та обіг готівки та, відповідно, витрати, пов'язані із забезпеченням захисту готівкового обігу. Зменшуються витрат на обслуговування готівкового обігу з боку бізнесу (інкасацію, банкоматні мережі тощо). Також готівковий обіг знижує ліквідність бізнесу, оскільки потребує дедалі більше часу на зарахування коштів на рахунки. Використання CBDC може допомогти зменшити ризики злочинності, зокрема, можливості використання готівки в тіньовому секторі;

2) підвищення інклюзивності ГКП. Поширення CBDC розглядається як альтернатива втечі вкладників з банків та переведення заощаджень у готівкову форму під час кризових подій. Відповідно частина приватного капіталу зберігатиметься на рахунках центрального банку і таким чином підтримуватиме дієвість трансмісійного механізму під час антикризових заходів[213];

3) при збільшенні обсягу CBDC процентна політика центральних банків може безпосередньо позначатися на поведінці цільових груп, обмежуючи вплив ефекту витіснення за участі фінансових посередників. До того ж цифровий інструментарій дозволяє більш гнучкі схеми регулювання попиту і пропозиції за рахунок диверсифікації ставок залежно від обсягів та цільових груп – по суті це прогресивна ставка процентів на накопичену суму. Це може стимулювати агентів підтримувати цільовий рівень заощаджень в економіці;

4) покращення інформаційного забезпечення щодо сигналів ринку. Зворотні сигнали та додаткові можливості моніторингу поведінку учасників ринку сприятимуть попередженню загроз фінансовій стабільності;

5) покращення моніторингу грошово-кредитного ринку. Центральний банк, випустивши CBDC, може отримати більш детальну інформацію про грошовий обіг, що дає можливість моніторити його більш ефективно та розробляти точніші прогнози.

Загалом серед основних ризиків впливу процесів цифровізації на ГКП варто відзначити такі:

1) широке розповсюдження різноманітних альтернативних засобів платежу / зберігання цінностей виводить з обігу національну валюту і тим

[213] Central Bank Digital Currency Opportunities, challenges and design. URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2020/central-bank-digital-currency-opportunities-challenges-and-design.pdf

самим знижує потенціал впливу центральних банків на національні грошово-кредитні системи;

2) можливий негативний вплив на фінансову стабільність та архітектуру фінансової системи. Масовий перехід на CBDC знизить потребу в традиційному банківському секторі, що може викликати банківську кризу;

3) додаткові витрати центральних банків (фактично – держави) на впровадження, підтримку та онлайн-моніторинг. Прискорення обігу грошей змушуватиме центральні банки практично в режимі реального часу моніторити показники грошово-кредитної системи і приймати рішення щодо можливого перегляду ставок та інших ключових показників (наприклад, щодо курсу, вимог до резервування тощо), що може викликати додаткові витрати на персонал. Також значних витрат потребуватиме захист від кіберзагроз[214].

Підсумовуючи, слід зазначити, що обіг CBDC поки ще не досяг помітного рівня популярності через низький рівень розповсюдженості платіжної інфраструктури, нормативно-правового забезпечення та прогалини у концепціях застосування. Водночас визнані вагомі перспективи поширення CBDC, підтверджені практикою безготівкових розрахунків у національних валютах, дає підстави говорити про високу ймовірність активізації процесу їх поширення у середньостроковій перспективі. Особливо ж – у випадку трансформації валютної світової системи.

[214] Bindseil Ulrich. Tiered CBDC and the financial system. *VoxEU*. November 2018.

Розділ 9
ПІДТРИМКА МСП ЗА ДОПОМОГОЮ ЗАХОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Сегмент малого та середнього підприємництва (МСП) дуже важливий для ринкової економіки передусім через створення робочих місць та скорочення безробіття. Таким чином ефективна грошово-кредитна підтримка малого та середнього підприємництва забезпечує досягнення двох оперативних цілей ГКП – сприяння повній зайнятості та підтримки економічного зростання.

9.1. Підтримка МСП заходами ГКП під час глобальних викликів

Основними факторами глобальної економічної дестабілізації є фінансові кризи, політична нестабільність, зокрема воєнні загрози, стихійні лиха, напруженість у світовій торгівлі тощо. Дестабілізація глобальної економіки має значні негативні наслідки для національних економік, зокрема провокує:

– тривалі економічні спади, що супроводжуються погіршенням структурних параметрів національної економіки: занепадом галузей, зростанням безробіття, зниженням людського потенціалу, зростанням нерівності;

– кризи на фінансових ринках, що призводять до різкого падіння цін на акції, девальвації валюти та скорочення інвестиційних потоків;

– зрештою – політичну нестабільність, яка унеможливлює швидке економічне відновлення.

Малі та середні підприємства зазвичай є більш вразливими до світових криз, оскільки мають обмежені ресурси та можливості, щоб подолати виклики. Однак у кризових ситуаціях МСП переважає перед великими корпораціями – через більшу гнучкість та швидкість реагування на зміни умов ринку.

Кризи та дестабілізація економіки викликають зміни попиту на товари та послуги, що в свою чергу зумовлює створення нових форм діяльності та надання послуг для малих та середніх підприємств, такі як віддалені формати роботи, дистанційна торгівля та інтернет-маркетинг, що дає МСП можливість

виходити на нові ринки та розширювати бізнес. Проте для цих позитивних моментів також необхідні й адекватні заходи у сфері ГКП.

Так під час ГФК центральні банки багатьох країн запроваджували монетарну політику, спрямовану на підтримку МСП. Зокрема Федеральна резервна система США знизила процентні ставки та запровадила програму кількісного пом'якшення, що передбачала купівлю державних і корпоративних облігацій для вливання ліквідності у фінансову систему. Європейський центральний банк також знизив процентні ставки та надав банкам ліквідність за допомогою своїх довгострокових операцій рефінансування.

Для підтримки діяльності МСП під час криз недостатньо лише заходів монетарної політики, зокрема є необхідним одночасне впровадження заходів фіскальної та регуляторної політики, що сприятиме більш швидкому економічному відновленню/стабілізації. Для підтримки МСП під час криз уряди повинні приділити увагу убезпеченню населення та малого бізнесу через страхування депозитів, гарантії за банківськими зобов'язаннями та спеціальні пільгові кредитні програми.

Зазначимо, що у більшості країн МСП становить основу при відновленні економік після криз. Це здійснюється за рахунок створення нових робочих місць, при цьому зменшується загальний рівень безробіття. З точки зору економічного результату МСП здійснює помітний внесок у валовий внутрішній продукт; ці підприємства більш інноваційні та адаптивні за великі, що дає їм змогу швидше орієнтуватися та адаптуватися до мінливих ринкових умов, розробляти нові продукти та послуги, створюючи нові бізнес-моделі, й загалом сприяти загальній диверсифікації економіки країни. Одночасно за рахунок зосередженості в окремих регіонах МСП впливає й на регіональний розвиток, при цьому створюючи можливості для місцевого економічного розвитку.

Таким чином, МСП відіграє вагому роль у посткризовому та післявоєнному відновленні економіки країн, забезпечуючи робочі місця, економічний результат, інноваційний та регіональний розвиток. Характерним прикладом комплексу заходів з підтримки МСП є дії країн ЄС під час пандемії COVID-19.

У 2020 р. в нефінансовому секторі країн ЄС нараховувалося приблизно 23,1 млн МСП. Вони забезпечували робочі місця для 82,0 млн осіб (або 64% від усіх зайнятих). Найбільш вагома частка зайнятих була у торгівлі – 19,9 млн осіб; у промисловості – 15,3 млн осіб та будівництві – 11,2 млн осіб.

За доступними даними Світового банку частка МСП у ВВП країн у 2020 р., становила: в Німеччині – 35%, Польщі – 26%, у Великій Британії – 20%, в Україні – 52% (рис. 9.1).

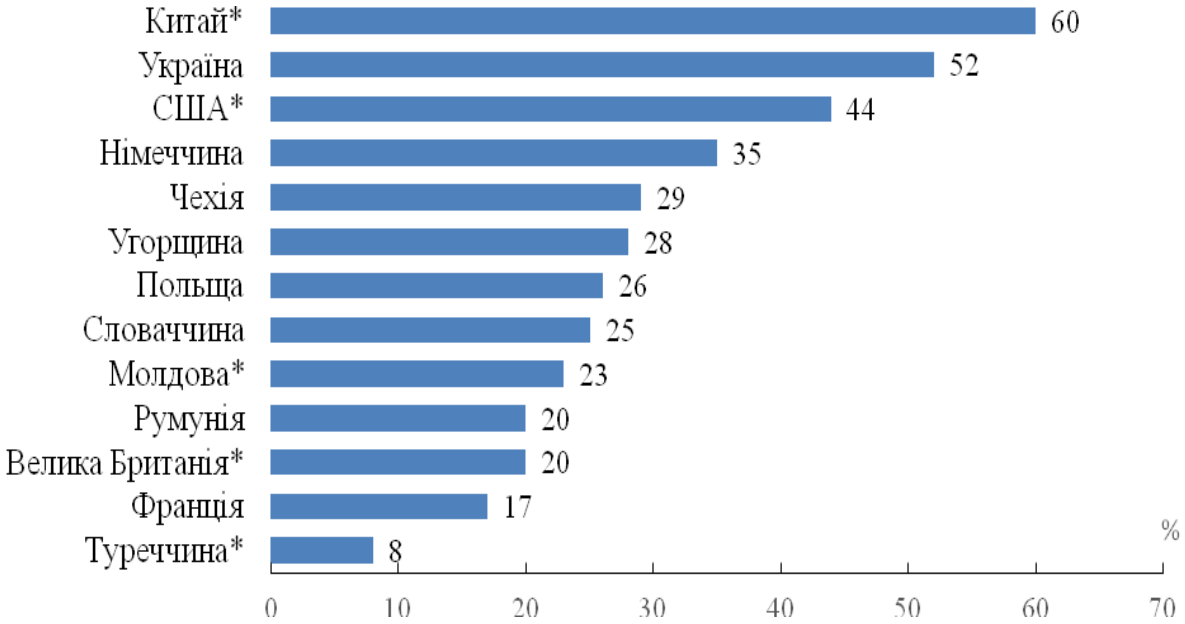

Рис. 9.1. Частка МСП у ВВП країн в 2020 р., *%*

* Станом на 2019 р.

Джерело: дані European Commission, World Bank[215].

Враховуючи той факт, що пандемія була непередбачувана і непрогнозована, карантинні заходи викликали шоковий ефект як з боку сукупного попиту (внаслідок падіння реальних доходів населення), так і з боку сукупної пропозиції (через призупинення великих підприємств та закриття малого та середнього бізнесу). Як результат, багато працівників (насамперед тих, хто не мав змоги далі продовжувати працювати дистанційно) втратили робочі місця і доходи, погіршились споживчі та ділові настрої, знизились обсяги світової торгівлі, туризму, що й призвело до порушення макроекономічної стабільності та розгортання кризи, наслідки якої деякі країни відчували ще й протягом 2022 р.

Уряди багатьох європейських країн швидко й рішуче відреагували на новий виклик і, щоб уникнути кризи ліквідності, впровадили програми підтримки для

[215] Хребет національної економіки. Чим живе малий і середній бізнес в Україні та як він відвойовує свою частку у національному ВВП. *НВ.* 26 грудня 2021.
URL: https://biz.nv.ua/ukr/economics/maliy-biznes-v-ukrajini-umovi-roboti-perspektivi-chim-zaroblyaye-novini-ukrajini-50203466.html

МСП шляхом надання доступних державних позик, кредитних гарантій і грантів, а також відтермінування платежів і запровадження схем збереження робочих місць. Так у Польщі були затверджені нові кредитні гарантії та мікропозики для підприємців на суму 74 млрд злотих (3,3% ВВП). Крім того, Польський фонд розвитку профінансував програму ліквідності для бізнесу на 100 млрд злотих (4,5% ВВП)[216].

У Німеччині фонд економічної стабілізації (WSF) і державний банк розвитку (KfW) розширили обсяг доступних гарантій і доступ до державних гарантій для фірм різного розміру, кредитних страхових компаній і некомерційних установ, певні з яких мали право на стопроцентні гарантії, що збільшило загальний обсяг щонайменше на 757 млрд євро (24% ВВП).

Окрім фіскального пакета федерального уряду, багато місцевих органів влади (земель і муніципалітетів) запроваджували власні заходи для підтримки своєї економіки, що, за даними МВФ, становило 141 млрд євро прямої підтримки та приблизно 70 млрд євро гарантій позик на державному рівні.

У багатьох розвинених країнах та в окремих країнах з ринками, що розвиваються, процентні ставки центробанків уже були встановлені на низькому рівні, тому найбільш застосовуваним інструментом монетарної політики під час пандемії став викуп цінних паперів. У цей час більшість країн застосовували цей інструмент уперше.

Країни переважно запровадили заходи із забезпечення ліквідності бізнесу (за рахунок зниження або відтермінування податків, надання податкових пільг, полегшення кредитного навантаження, а також надання субсидій на заробітну плату). Як свідчать дані табл. 9.1, під час кризи, викликаної пандемією COVID-19, була задіяна більша частина інструментів фіскальної та монетарної політики.

Так, для підтримки платоспроможності суб’єктів господарювання, що мало вплив на підтримку МСП, у світі були задіяні безпрецедентні за своїми розмірами міжнародні та національні пакети допомоги, дієвість яких значною мірою визначалась усуненням багатьох обмежень у фіскальній та монетарній сферах.

[216] Republic of Poland. The tracker includes 197 economies. URL: https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#P

Таблиця 9.1

Використання в деяких країнах світу фінансових інструментів фіскальної та монетарної політики, що мали вплив на підтримку МСП під час пандемії COVID-19

Країна / Показник	Велика Британія	Німеччина	Франція	Італія	Іспанія	Китай	США	Польща	Чехія	Ізраїль	Україна
Застосування інструментів *фіскальної* політики											
Пряма підтримка домогосподарств	+	+		+	+		+		+	+	+
Непряма підтримка домогосподарств	+				+		+				+
Субсидії на заробітну плату	+	+	+		+	+	+	+	+		+
Зниження податків та/або податкові пільги	+	+	+	+		+	+	+	+	+	+
Розстрочення податкового боргу		+	+	+	+				+	+	+
Кредитні субсидії/гарантії		+	+	+				+		+	+
Пряма підтримка підприємств	+	+	+	+			+	+			
Застосування інструментів *монетарної* політики											
Зниження ставки рефінансування	+					+	+	+	+	+	+
Звуження коридору процентних ставок								+			+
Зміна норми обов’язкових резервів								+			+
Застава		+	+	+	+					+	+
Операції з довшим строком погашення	+	+	+	+	+	+	+		+	+	+
Частота операцій									+		+
Валютні свопи, фінансування в іноземній валюті		+	+	+	+					+	+
Кількісне пом’якшення (QE)		+	+	+	+			+		+	

Джерело: Низькі ставки, гроші та гарантії. *VoxUkraine.* 02.09.2020. URL: https://voxukraine.org/nizki-stavki-groshi-ta-garantiyi-zahodi-reaguvannya-na-ekonomichnu-krizu-v-ukrayini-ta-inshih-krayinah/

Серед інструментів підтримки безпосередньо МСП у рамках банківського сектора варто відзначити поширення мораторіїв на погашення кредитів для МСП (процентів та/або тіла) на 3–6 місяців. Кредитні канікули пропонували і самі банки (у багатьох країнах ЄС). У Великій Британії та Чехії було запроваджено тимчасовий мораторій на виселення підприємств-орендарів за несвоєчасну сплату орендної плати.

Для підтримки оборотного капіталу МСП держави створювали нові або посилювали чинні системи надання позик та гарантій за кредитами. Це відбувалося через вливання додаткового капіталу (у Німеччині та Італії), збільшення гарантованої частки кредиту (у Франції та Ізраїлі), зменшення вартості кредиту/гарантії (у Польщі, Чехії, Нідерландах, Франції), кредитування для нових учасників (в Австрії – для самозайнятих). Державні гарантії дали МСП змогу отримати кредит дешевше. Такі програми реалізувались через спеціальні державні фонди, держбанки або через мережу банків-учасників. Підтримка була універсальною або сфокусованою на найбільш постраждалих сферах економічної діяльності, такі як туризм та надання послуг.

При цьому фінансова допомога малому бізнесу насамперед надавалася урядом напряму (через уповноважені державні установи та фонди) або через державні або уповноважені банки. Саме уряди витрачали кошти бюджету і мали право надавати допомогу підприємствам. А центробанки країн створювали сприятливі умови для фінансування: забезпечуючи належну ліквідність банків, ухвалюючи регуляторні пом’якшення для фінустанов, які пропонують кредитні канікули або нові позики для МСП. Лише у кількох виключних випадках провідні центральні банки пропонували цільові дешеві позики банкам, які кредитували МСП.

Зокрема, боргові інструменти на ринку капіталу набули більшої популярності, коли криза вщухла, а кредитні заходи (кредитні гарантії, прямі позики) дедалі більше орієнтувалися на групи МСП, об’єднані за певними ознаками, наприклад інноваційні фірми, жіноче підприємництво, стартапи тощо. Це відображало перехід від контрциклічної підтримки під час кризи до усунення довгострокових структурних обмежень доступу МСП до фінансування.

Ще до початку кризи центральні банки розвинених країн – США, Єврозони, Великої Британії, Японії – практично вичерпали можливість стимулювати економіку за рахунок зниження ставок. У розвинених економіках облікові ставки переважно були близькими до нуля або навіть від’ємними.

Усі ці заходи зумовили збільшення кількості МСП в ЄС з 22,5 млн у 2019 р. до 23,2 млн у 2022 р. (рис. 9.2).

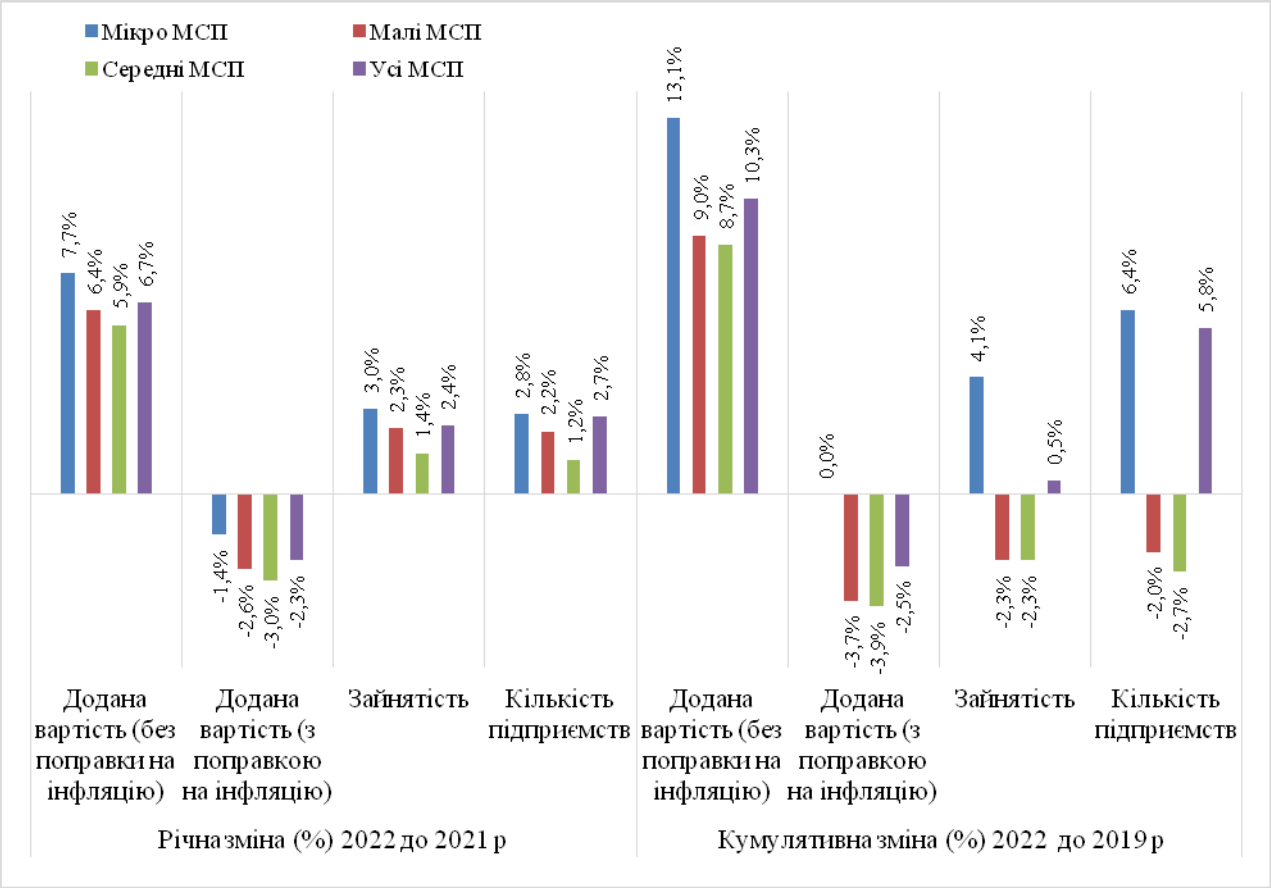

Рис. 9.2. Динаміка змін доданої вартості, зайнятості та кількості МСП (*нефінансовий сектор) ЄС-27 у 2022 р. порівняно з 2021 р. та 2019 р, %*

Джерело: Annual Report on European SMEs 2022/2023. URL: https://single-market-economy.ec.europa.eu/system/files/2023-08/Annual%20Report%20on%20European%20SMEs%202023_FINAL.pdf

Загалом для ЄС середній внесок МСП в економіку в 2022 р. становив приблизно 56%, а додана вартість МСП – приблизно 3,9 трлн євро, причому на мікропідприємства, де було зайнято майже 84 млн осіб, з цієї суми припадало 1,38 трлн євро. У Додатку Ж наведено зміни, які відбулися в політиці фінансування МСП під впливом ГФК та кризи COVID-19.

9.2. Пандемія COVID-19 як виклик для МСП в Україні

Жорсткий карантин, викликаний пандемією COVID-19, який було запроваджено в Україні в березні 2020 р. із фактичною забороною ведення значної частини господарської діяльності, призвів до скорочення доходів домогосподарств і прибутків компаній, а також до погіршення споживчих і ділових настроїв, призупинення інвестиційних проєктів і глибокого спаду всієї

економічної діяльності (скорочення реального ВВП України за підсумками 2020 р. становило до -4,0%, після зростання на +3,2% у 2019 р.[217]).

В умовах карантинних обмежень підприємства скорочували або припиняли виробництво товарів/надання послуг, що зменшувало надходження коштів, однак фіксовані витрати МСП залишалися майже незмінними: необхідність сплачувати оренду та комунальні послуги, виплачувати зарплату, повертати кредити банкам, сплачувати податки. Водночас малі підприємства, не маючи як великі підприємства фінансової «подушки безпеки», були змушені зупиняти діяльність та скорочувати працівників.

Для підтримки економіки Національний банк України знизив облікову ставку до 6%; увів додаткові інструменти підтримки ліквідності – можливість стандартного рефінансування на більш тривалий період (кредити рефінансування надавалися на термін до п’яти років під ставку, що дорівнювала обліковій ставці); запровадив процентний своп; розширив перелік інструментів, що беруться в заставу при наданні стандартного рефінансування, включивши муніципальні облігації, облігації підприємств; було збільшено частоту здійснення аукціонів з підтримки ліквідності за потреби.

Були запроваджені й інші заходи, – наприклад, Національний банк України у березні 2020 р. запропонував банкам запровадити особливий пільговий період обслуговування кредитів у період дії карантину для населення та бізнесу – «кредитні канікули». А також задля збереження бізнесу застосовував такі інструменти грошово-кредитної політики, як зниження облікової ставки, розширення рефінансування та пом’якшення регуляторної політики (відтермінування нових вимог стосовно капіталу, стрес-тестів та перевірок, вимог до звітування банків)[218].

Ці заходи мали певний ефект, але, як і переважно у країнах світу, в Україні приблизно третина підприємств МСП була вимушена скоротити кількість своїх працівників. За даними Державного центру зайнятості[219], рівень безробіття у 2020 р. зріс (з 8,1 до 9,3%), або на 182 тис. осіб. У січні 2021 р. допомогу з безробіття отримували 481 тис. українців – на 38% більше, ніж у січні 2020 р.

[217] За даними Державної служби статистики України. URL: https: //www.ukrstat.gov.ua

[218] Національний банк України зберіг облікову ставку на рівні 6% НБУ. 2020. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/rishennya-oblikova-stavka-2020-07-23

[219] Ситуація на ринку праці та діяльність Державної служби зайнятості у січні 2021 року. Аналітична та статистична інформація / Державний центр зайнятості України. URL: https://www.dcz.gov.ua/analitics/67

До березня 2021 р. в Україні закрилося 215,3 тис. ФОП (фізичних осіб – підприємців), що майже на 50 тис. більше, ніж в аналогічні місяці 2019–2020 рр. Найбільше ФОП в Україні закрилися не під час першого жорсткого локдауну, а на кінець 2020 р. – у період запровадження другого локдауну (рис. 9.3). Зокрема, найбільше підприємств закрилося у сферах складського господарства і транспорту (майже 11 тис.), оптової торгівлі (5,6 тис.) [220].

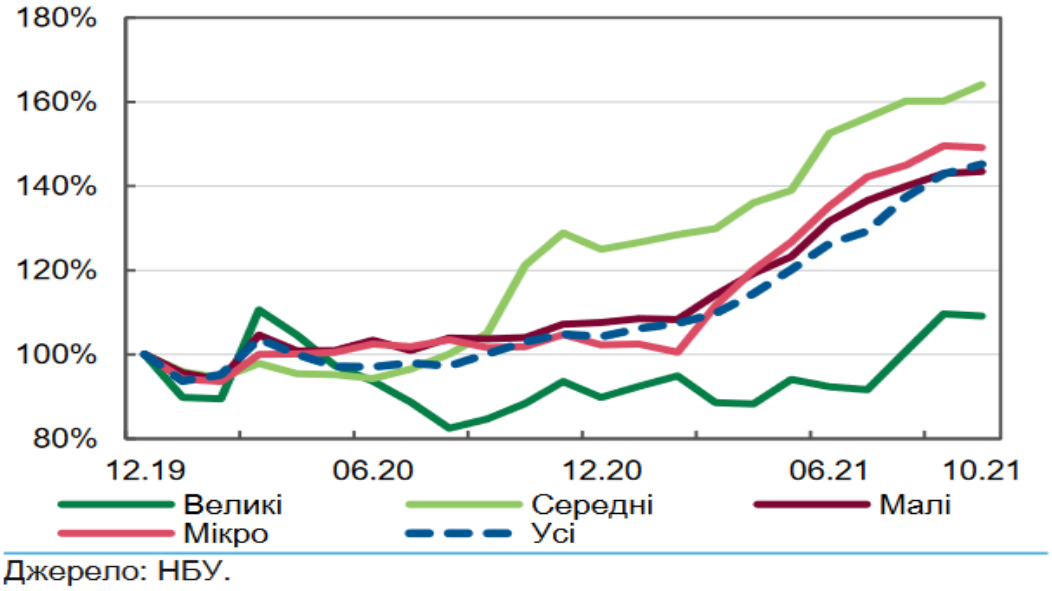

Рис. 9.3. Чисті гривневі кредити суб'єктам господарювання за розміром підприємств (12.2019 = 100%)

Джерело: Звіт про фінансову стабільність / НБУ. Грудень 2021 року. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2021-H2.pdf

Під час карантину прослідковувалися і процеси відкриття бізнесу ФОП, зокрема, їх відкрилося 240,9 тис., що на 5 тис. менше, ніж в аналогічні місяці до карантину. Найбільше ФОП відкрилося у сфері програмування (понад 30 тис.), надання інформаційних (6,4 тис.) та інших індивідуальних послуг (5,44 тис.), а також у сферах доставки та охорони здоров'я.

Певному збереженню МСП в Україні посприяло банківське кредитування. Це пов'язано з тим, що з початку 2020 р. за рахунок зниження процентних ставок для малого бізнесу та разом із державними програмами підтримки кредитування обсяги кредитування малих чи мікропідприємств[221] зросли на 17% – до 76,6 млрд грн.

[220] Економіка українських фопів в реальному часі. Дані Опендатабот за 2019, 2020, 2021. URL: https://opendatabot.ua/open/foponomics

[221] Мікропідприємства (ФОП) – це підприємства, річний дохід яких від будь-якої діяльності не перевищує суму, еквівалентну 10 млн євро.

У 2021 р. гривневе кредитування бізнесу прискорилося ще більше. Обсяги чистих гривневих кредитів на кінець 2021 р. зросли на понад 40% за рік (рис. 9.3). При цьому значна частина позик надавалася на поповнення обігових коштів, тоді як реалізації інвестиційних проєктів за рахунок кредитних коштів майже не відбувалось.

Таким чином, зниження облікової ставки мало для МСП помітний ефект. За зменшення процентних ставок у жовтні 2020 р. вартість нових гривневих кредитів для підприємств знизилася, порівняно з кінцем 2019 р., у середньому на 6%.

Зростання обсягу кредитного портфеля банків забезпечили переважно чотири напрями діяльності – оптова торгівля, сільське господарство, харчова промисловість та будівництво. Одним із драйверів активізації кредитування в Україні стало державне «Велике будівництво» – позики здебільшого надавалися для спорудження доріг. Банки кредитували прибуткові компанії під забезпечення, у середньому кредит видавався у сумі 60% вартості застави. Також швидкими темпами зростали обсяги кредитів для малого, мікро- та середнього бізнесу. У кредитуванні МСП банки приваблювало значно менше боргове навантаження, ніж у великих підприємствах, та можливість диверсифікації портфеля за секторами та регіонами.

Так, стимулюючими заходами Національного банку України під час COVID-19 стали кредитні канікули, податкові пільги та розширення бюджетної допомоги з безробіття, що додатково підтримали бізнес-активність та приватне споживання.

Разом із тим вагому роль у підтримці МСП відіграла державна програма пільгового кредитування «Доступні кредити 5–7–9%», яку уряд започаткував у лютому 2020 р. Спочатку ця програма мала стати для підприємців джерелом дешевих кредитних коштів, які б стимулювали відкриття нових підприємств та створення додаткових робочих місць для економіки. Проте через поширення на території України COVID-19 з квітня 2020 р. уряд вніс зміни, спрямовані на подолання наслідків пандемії. Відповідно за час існування програми змінилася її початкова мета – так, замість фінансування проєктів підприємців-початківців кошти використовувалися для підтримки діючого бізнесу під час пандемії.

В основу програми було покладено механізм часткової компенсації процентних ставок. На початок дії програми кредитна ставка становила 17–19% річних. Проте одержувач сплачував лише фіксовану знижену ставку від 5 до 9%,

а різницю банку компенсував Фонд розвитку підприємництва за рахунок бюджетних коштів.

Протягом року програма доповнювалась новими компонентами, було розширено список банків та змінено умови програми – додано два нових напрями: антикризові кредити (під 3%, з грудня 2020 р. – 0%) та кредити на рефінансування наявної заборгованості (під 0% до кінця березня 2021 р., далі – 3%), а також було вперше збільшено максимальну суму кредиту – до 3 млн грн (надалі ця сума переглядалася декілька разів), що дало програмі новий поштовх. На компенсацію процентних ставок Фонду розвитку підприємництва було виділено 2 млрд грн, а на державні портфельні гарантії – 10 млрд грн.

У 2020 р. МСП почали отримувати кредити на рефінансування попередньо виданих кредитів та покриття своїх постійних витрат (50% представників малого бізнесу отримали до 500 тис. грн. кредиту, 20% – від 500 тис. до 1 млн грн, 17% – від 1 млн до 3 млн грн і ще 13% отримали кредит на суму, що перевищує 3 млн грн.)

9.3. Підтримка МСП України під час воєнної агресії

Повномасштабне вторгнення РФ в Україну спровокувало нові виклики, що позначилися на діяльності усіх існуючих до лютого 2022 р. підприємств у державі. Першими та несподіваними наслідками цієї кризи стало повне або часткове знищення майна; відсутність кваліфікованого персоналу (військова служба, переселення); скорочення попиту на вироблену продукцію (через зменшення заощаджень та підвищення цін); пошук нових клієнтів та каналів збуту; прострочення чи відсутність оплати від замовників.

Зазначимо, що протягом шести місяців війни, з 24 лютого 2022 р., в Україні було зареєстровано майже 150 тис. нових бізнесів, з яких 132 тис. – ФОП (рис. 9.4). До березня 2023 р. кількість відкритих ФОП зросла до 202 тис. од.

Найбільше МСП – за видами економічної діяльності – було зареєстровано у сфері оптової та роздрібної торгівлі – 74985; у сфері інформації та телекомунікацій – 47147; професійної, наукової та технічної діяльності – 21 884; у сферах транспорту, складського господарства, поштової та кур’єрської діяльності – 16188; у сфері надання інших видів послуг – 13566, що свідчить про адаптацію більшості підприємств до роботи в умовах війни.

Загалом на початок квітня 2023 р. кількість зареєстрованих ФОП вже становила майже 2 млн, а компаній — понад 1,2 млн. При цьому кількість закритих ФОП було повністю компенсовано відкритими новими.

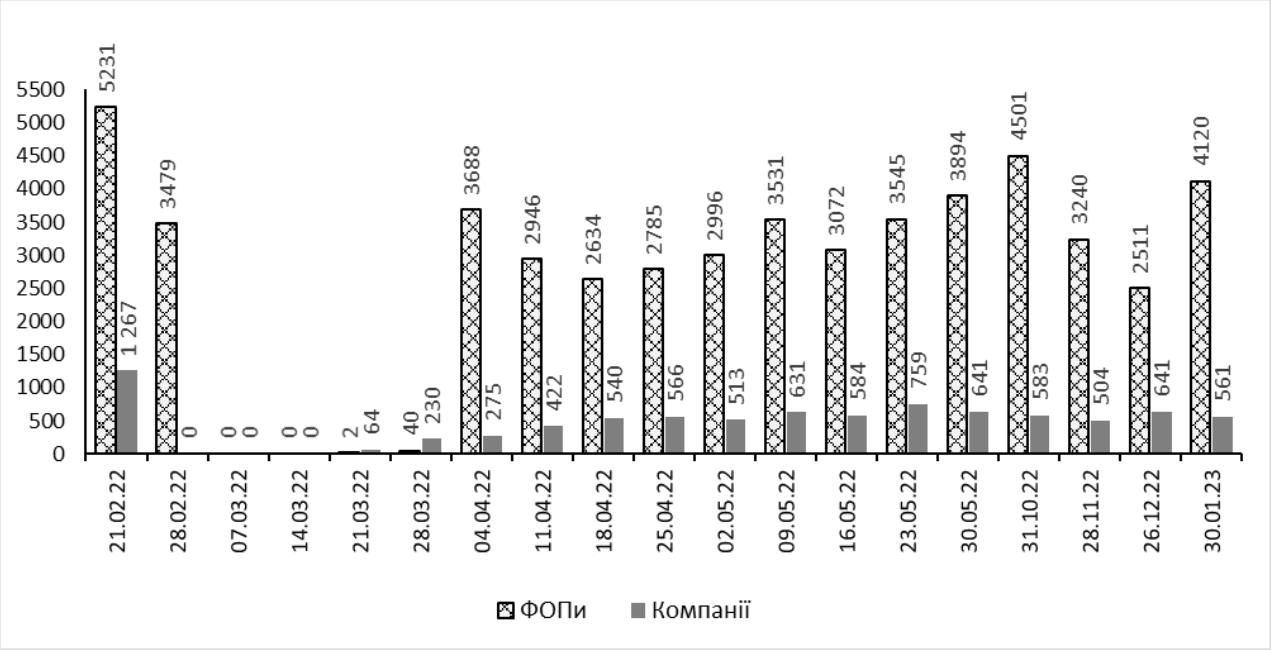

Рис. 9.4. Кількість нових зареєстрованих МСП (ФОП та компанії – юридичні особи) в Україні за період 21.02.2022 р.– 30.01.2023 р.

* Від початку повномасштабної війни та до кінця березня 2022 Єдиний державний реєстр не працював, тому ані зареєструвати нову справу, ані закрити існуючу було неможливо.

Джерело: складено автором за даними: Як працює бізнес під час великої війни? (дані від 06 лютого 2023 року). URL: https://opendatabot.ua/analytics/business-in-war-january

Зазначимо, що одним з важливих інструментів підтримки малого та середнього підприємництва в Україні з 2022 року є державні програми кредитування. Водночас із появою нових економічних викликів спрямування і наповнення цих програм потребували змін та переосмислення внаслідок розширення доступних для позичальників фінансових інструментів і залучення додаткових ресурсів.

У березні 2022 р. у Державну програму «Доступні кредити 5-7-9%» було внесено зміни в частині забезпечення доступності кредитування більш широкому колу суб’єктів підприємництва та стимулювання галузей критичної інфраструктури в умовах дії воєнного стану. Зокрема, Програму було розширено за цілями та напрямами на великий бізнес, державні підприємства, передбачено можливість надання пільгових кредитів на релокацію підприємств та подолання наслідків воєнної агресії РФ, збільшено максимальну суму кредиту з 50 до 60 млн грн для всіх суб’єктів підприємництва, а також

передбачено окремі умови фінансування сільськогосподарських товаровиробників.

Додано механізм відновлення зруйнованих через війну виробничих потужностей за допомогою кредитів під 9% річних. Для цього уряд істотно збільшив фінансування програми «Доступні кредити 5–7–9», а видатки на Програму у Державному бюджеті на 2022 р. збільшили з 3 млрд грн до 9 млрд грн.

Так, за підсумками 2020 р. кредити, надані за Програмою, займали у чистому гривневому корпоративному портфелі 5%, у 2021 р. ця частка становила 18%, а станом на грудень 2022 р – уже 26%. При цьому, за підсумками 2022 р., кредитування МСП в Україні відбувалося майже виключно із використанням програми[222]. Загалом з лютого по грудень 2022 р. за цією програмою було укладено 17 359 кредитних договорів на загальну суму 72,24 млрд грн[223], а станом на 20.02.2023 р. ця сума становила вже 171,681,7 млрд грн (рис. 9.5, 9.6).

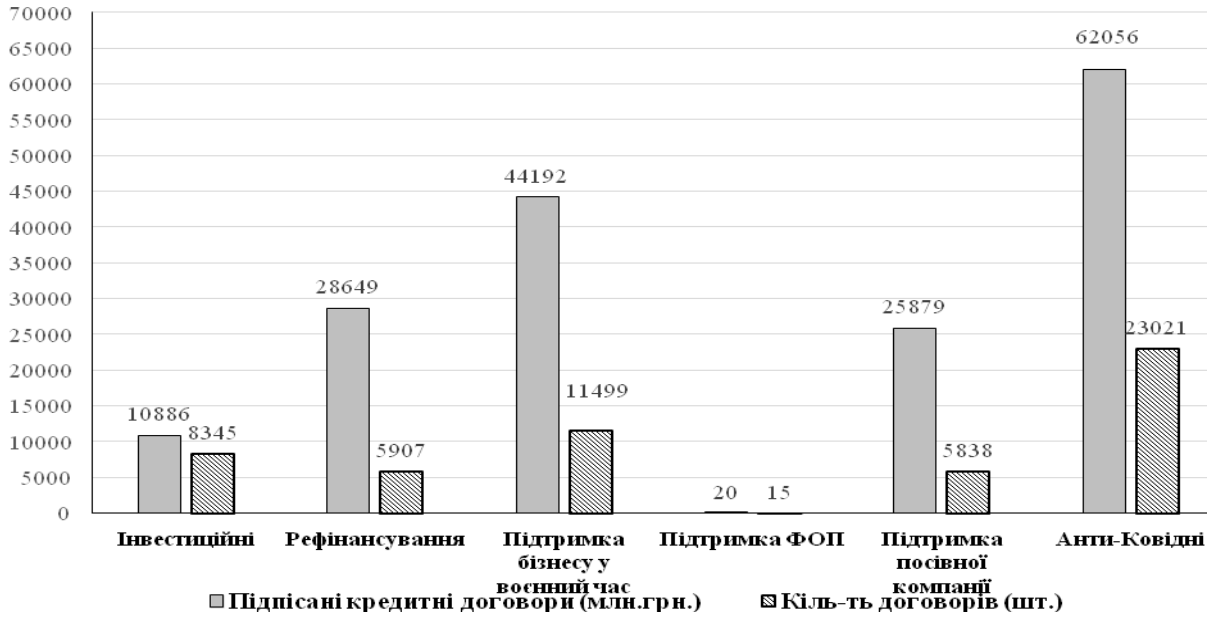

Рис. 9.5. Динаміка кредитного портфеля за Програмою «Доступні кредити 5–7–9%» з початку заснування до 20.02.2023 р., *млн грн*

Джерело: Щотижнева інформація про результати Державної програми «Доступні кредити 5-7-9» станом на 26-02-2023 / Фонд розвитку підприємництва. URL: https://bdf.gov.ua/publichna-informatsiia/informatsiia-pro-rezultaty-derzhavnoi-prohramy-dostupni-kredyty-5-7-9/

[222] «5–7–9»: видатки бюджету в 2022 році на компенсацію процентів за кредитами - 9 млрд грн 29.12.2022. URL: https://finbalance.com.ua/news/5-7-9-vidatki-derzhbyudzhetu-na-kompensatsiyu-vidsotkiv-u-2022-rotsi---9-mlrd-hrn

[223] Мінфін: підсумки 2022 року / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/uk/news/key_results_of_2022_of_the_ministry_of_finance-3788

Загалом 2022 р. показав, що МСП є активним та мобільним, максимально використовує можливості для продовження своєї діяльності під час будь-яких викликів та криз. Однак через значно менший, ніж у великих підприємств, запас міцності МСП потребує фінансової допомоги, яку наразі можна отримати також за рахунок залучення грантових коштів; державних гарантій на портфельній основі.

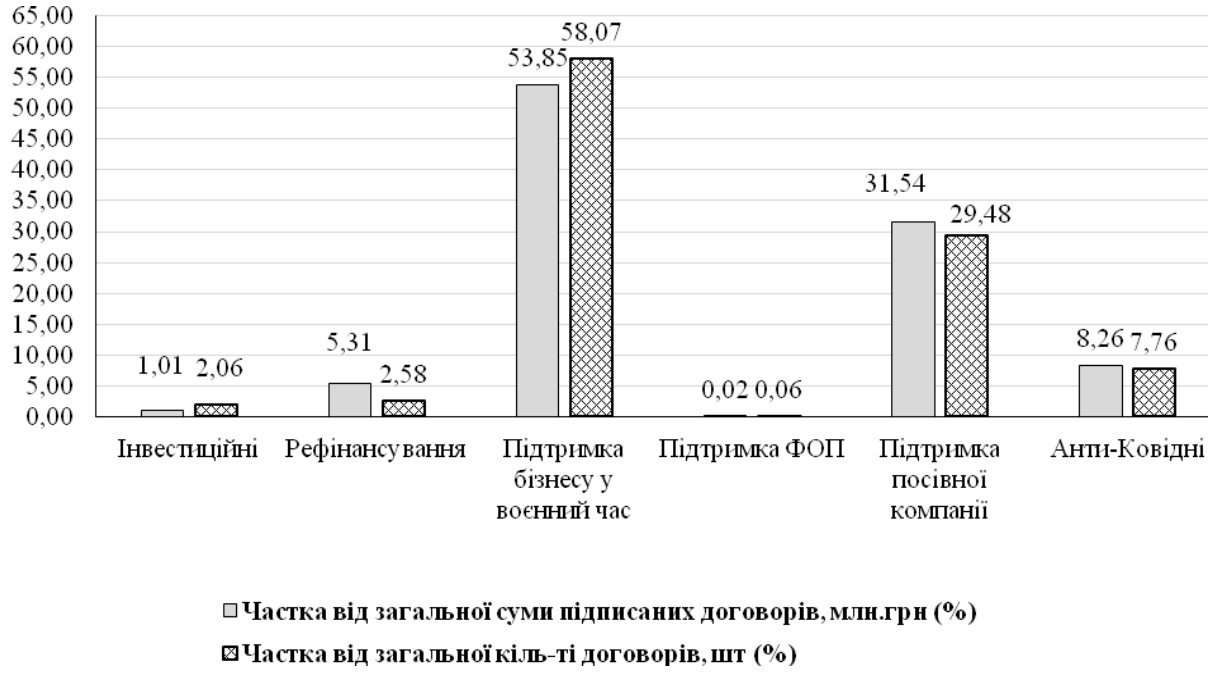

Рис. 9.6. Динаміка кредитного портфеля за Програмою «Доступні кредити 5–7–9%» з 24.02.2022 р. до 20.02.2023 р., *млн грн*

Джерело: Щотижнева інформація про результати Державної програми «Доступні кредити 5-7-9» станом на 26-02-2023 / Фонд розвитку підприємництва. URL: https://bdf.gov.ua/publichna-informatsiia/informatsiia-pro-rezultaty-derzhavnoi-prohramy-dostupni-kredyty-5-7-9/

Так, у рамках підтримки мікро-, малого та середнього підприємництва активно використовується механізм державних гарантій на портфельній основі. Зокрема, з початку воєнного стану було укладено 12 421 кредитний договір на загальну суму 47,04 млрд грн. З 2022 р. підприємці мають можливість також отримувати гранти від міжнародних організацій.

Грантові кошти надаються на безповоротній основі некомерційним організаціям або фізичним особам на реалізацію соціальних проєктів, благодійних програм, на проведення досліджень, навчання, на інші суспільно корисні цілі. Гранти передбачають співфінансування з боку власника бізнесу.

Обов'язковими умовами є сплата податків та зборів, створення визначеної кількості робочих місць (відповідно до кожного виду гранту).

Грантові програми, які діють наразі в Україні, з 2022 р. можна поділити на декілька груп:

– бюджетні програми (або урядові) – мікро-, малі та середні підприємства мають можливість брати участь у програмах, що фінансуються з державного та місцевих бюджетів, отримувати допомогу для розвитку бізнесу як у фінансовій, так і у нефінансовій формі;

– програми міжнародних фінансових організацій – українські підприємства мають можливість отримати в банках середньо- та довгострокові кредити для фінансування проєктів на поповнення обігових коштів та інвестиційних заходів у рамках реалізації спільних з міжнародними фінансовими організаціями програм;

– донорські програми – мікро-, малі та середні підприємства мають можливість брати участь у грантових програмах, та отримувати безповоротну допомогу для розвитку бізнесу.

Таким чином, в інтересах забезпечення цінової стабільності, досягнення паралельної стратегічної цілі – повної зайнятості – МСП безумовно потребує кредитної підтримки через спеціальні пільгові урядові програми. Досвід України підтверджує дієвість практики реалізації урядових програм здешевлення кредитування для підтримки малого та середнього бізнесу.

Розділ 10
РОЗВИТОК СТРАХОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІЙНИ

Страховий ринок безпосередньо не стосується сфери ГКП, проте наявність дієвих механізмів страхування на внутрішньому фінансовому ринку виступає необхідною умовою фінансової стабільності банківської системи. А функцію забезпечення фінансової стабільності віднесено до мандату центрального банку в рамках стратегічних цілей ГКП. Тобто стійкість страхового ринку залежить від політики Національного банку України, а стабільне функціонування страхового ринку у свою чергу впливає на внутрішню стійкість фінансової системи.

10.1. Вплив регуляторних змін на страховий ринок України

НБУ перебрав на себе функцію регулювання ринку небанківських фінансових установ (страхових, лізингових, факторингових компаній, кредитних спілок, ломбардів та інших фінансових компаній) згідно із Законом України від 12.09.2019 № 79-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг»[224], який набрав чинності з 01 липня 2020 р. Цим законом було запропоновано нову модель регулювання страхового ринку, яка би могла забезпечити підвищення довіри споживачів до страхового ринку та його глибше проникнення на ринок фінансових послуг.

Упровадження нових вимог мало підвищити: рівень капіталізації, збільшити ліквідність, забезпечити стійкість страхових компаній. Метою таких змін також стали диверсифікація страхових продуктів та посилення конкуренції на ринку страхових послуг; забезпечення високих стандартів захисту прав споживачів страхових послуг та власників страхових полісів; прозорість

[224] Закон України від 12.09.2019 № 79-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг». URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20

функціонування ринку страхування та підвищення його привабливості для інвесторів[225].

Запропонований підхід до зміни умов регулювання на фінансових ринках в експертному середовищі отримав назву «спліт». Зокрема, уже згаданим Законом України «Про внесення Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг» було ліквідовано Національну комісію з регулювання ринків фінансових послуг та здійснено розподіл її повноважень з регулювання фінансового ринку між Національним банком України та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

Зокрема, Закон України «Про страхування», ухвалений 18 листопада 2021 р., містить положення щодо діяльності страховиків та норми, що стосуються договорів страхування, посередників та взаємодії зі споживачами страхових продуктів. Цим Законом враховуються ключові вимоги законодавства Європейського Союзу, які Україна зобов'язана виконувати відповідно до Угоди про асоціацію з ЄС, а також принципи Міжнародної асоціації органів страхового нагляду (IAIS). Після ухвалення закон набирає чинності із відстроченням через два роки після його підписання Президентом України.

Імплементація нового регуляторного підходу і Закону відбувалася на тлі складної ситуації в країні, пов'язаної з війною, пандемією, реформуванням фінансового сектора тощо. Загальна кількість страхових компаній на страховому ринку України на 01.11.2022 р. становила 126 компаній зі страхування ризиків (т. зв. «ризикове страхування», або «non-life») та 13 компаній зі страхування життя (т. зв. лайфових, або «life»). На початок 2021 р. таких компаній відповідно налічувалося 142 та 13.

Упродовж останніх шести років до початку повномасштабного вторгнення кількість страхових компаній значно скорочується (див. рис. 10.1). Причини тенденції їх скорочення з 2017 р. по 2018 р. полягають у переформатуванні страхового ринку та економічній недоцільності продовження ведення страхової діяльності. Після 2019 р. до цього додались регуляторні зміни, про що йшлося вище.

[225] Національний банк оприлюднив бачення майбутнього регулювання страхового ринку України / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-oprilyudniv-bachennya-maybutnogo-regulyuvannya-strahovogo-rinku-ukrayini

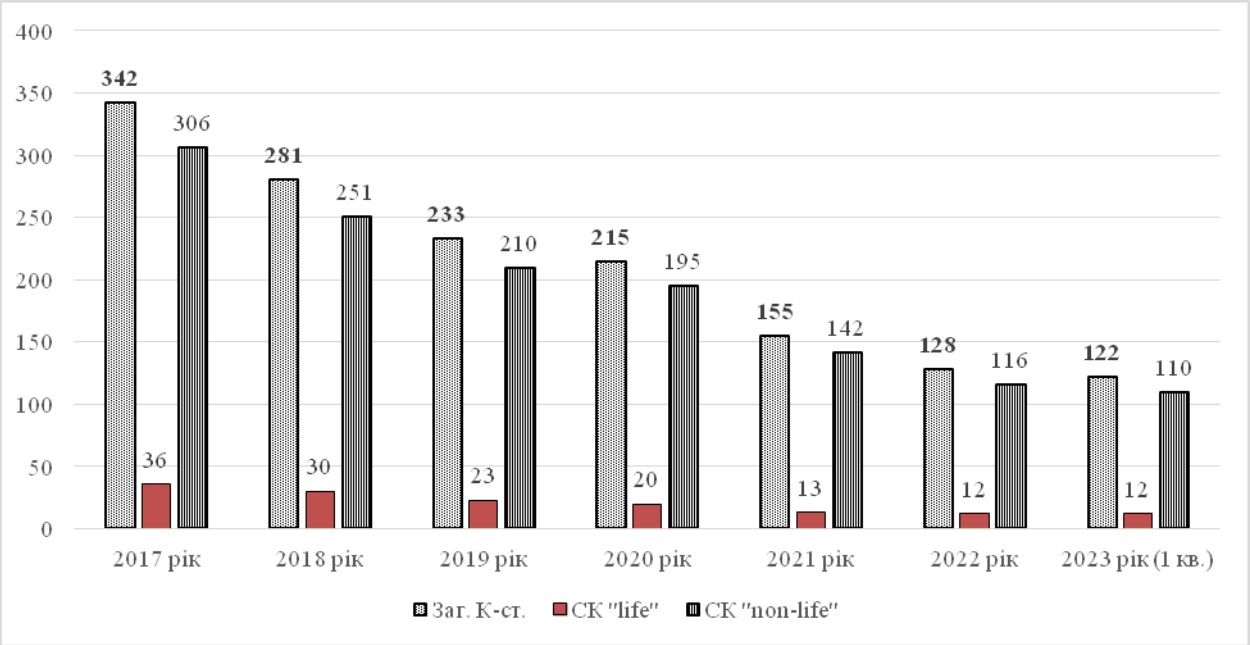

Рис. 10.1. Зміна кількості страхових компаній у 2017-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за даними: STATISTA. URL: https://www.statista.com/statistics/878412/number-of-smes-in-europe-by-size/#statisticContainer

З початку повномасштабного вторгнення РФ в Україну та бойових дій на території України упродовж восьми місяців кількість страхових компаній скоротилася ще і вже становила 126 компаній non-life та 13 зі страхування життя. Усього на страховому ринку залишається 139 страхових компаній (рис. 10.2). Імовірніше за все, зважаючи на нові зміни регулюючих нормативів для страхового ринку, тенденція до скорочення продовжуватиметься.

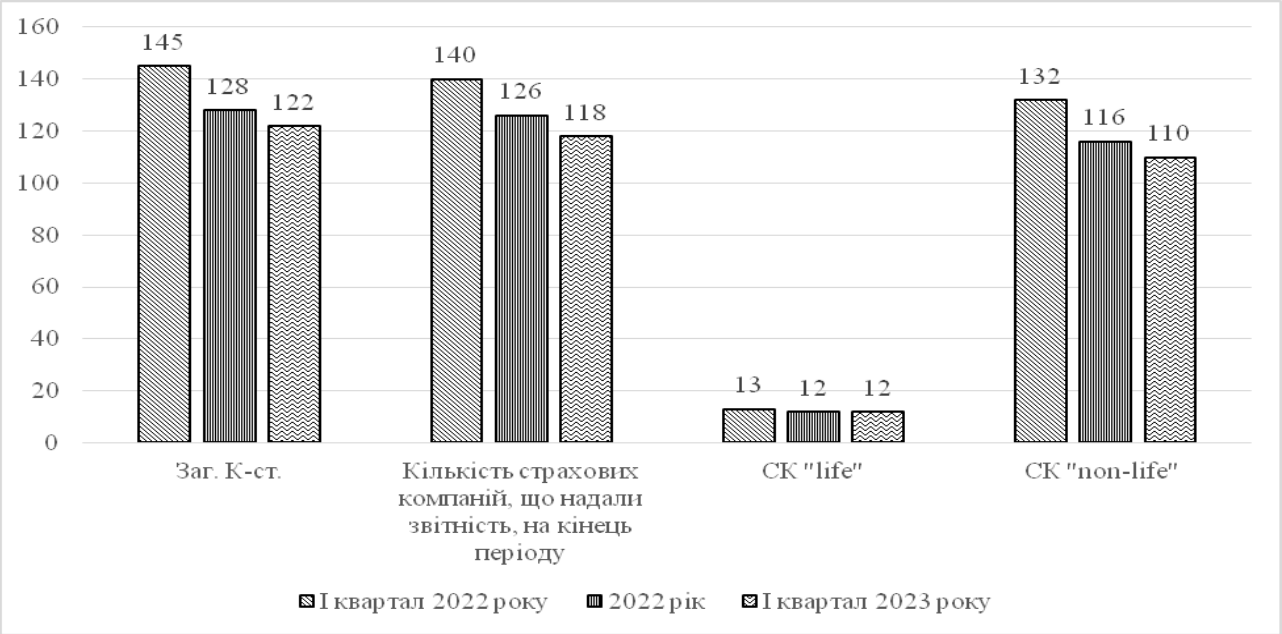

Рис. 10.2. Зміна кількості страхових компаній у 2022 р.

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Скорочення кількості страхових компаній можна класифікувати за механізмом виходу зі страхового ринку України:

- до 2020 р. страхові компанії залишали ринок переважно із власної ініціативи;
- у 2021 р. страхові компанії залишали страховий ринок уже переважно під впливом нової регуляторної політики, зокрема через невиконання нових регулятивних норм та економічну недоцільність продовження ведення страхового бізнесу. Вагомим фактором, який вплинув на складність впровадження та виконання страховими компаніями нових регулятивних норм, стала пандемія COVID-19, яка суттєво ускладнила економічну діяльність страхових компаній;
- з 24 лютого 2022 р., коли збройна агресія рф стала повномаштабною та більшість території України зазнала ракетних ударів, значна частина страхових компаній та їх філій, особливо тих, що працювали у східній частині України, фактично не можуть здійснювати свою діяльність в повному обсязі. За таких умов додатково ускладнилось виконання нових регуляторних вимог. Як наслідок – страхові компанії дедалі частіше змушені скорочувати свою діяльність.

Компанії, ліквідовані з 2017 р. по 2022 р., в основному були продані або поглинуті іншими суб’єктами страхового бізнесу. При ліквідації компаній їх страхові портфелі були продані, а менеджери перейшли на роботу до нових страхових компаній. Активи компаній, що ліквідовувалися (рухоме, нерухоме майно), залишалися за акціонерами/власниками цих компаній).

Потрібно зазначити, що у період з 2017 р. по 2020 р. страховий ринок був достатньо конкурентним. За цей період відбулися зміни у великих системних страхових компаніях, зокрема – продаж «АХА Страхування» та «АХА Страхування Життя». Покупцем 100% акцій виступив канадський холдинг Fairfax Financial Holdings Ltd. Такі зміни не стали шоковими для страхового ринку, що свідчило про високий ступінь його сегментації на той момент. За період 2020–2021 рр. страховий ринок негативно відреагував на впровадження «спліту» та на зміни, які відбулися згідно із Законом України «Про страхування».

Через повномасштабну війну перед страховим ринком України постали нові виклики. В умовах війни загальні страхові премії, які зібрали 139 компаній за дев’ять місяців 2022 р., становили 26,75 млрд грн. Чисті страхові премії (валові страхові премії за мінусом частки страхових премій, які сплачуються

перестраховикам-резидентам) – 25,99 млрд грн, валові страхові виплати – 8,76 млрд грн, страхові резерви – 37,54 млрд грн (див. рис. 10.3 та 10.4).

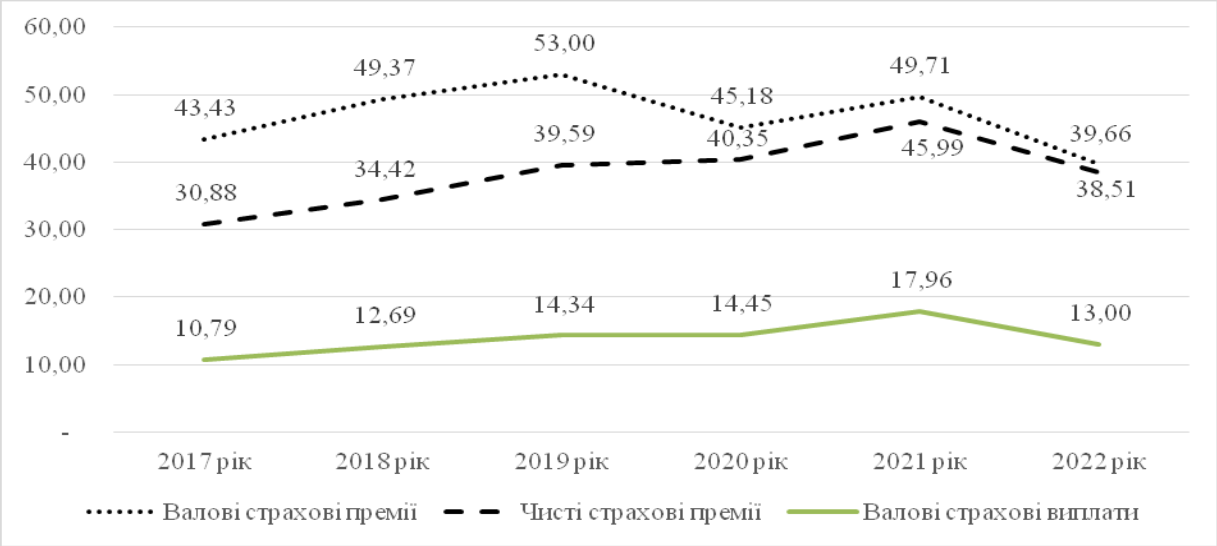

Рис. 10.3. Фінансові показники діяльності страхового бізнесу в Україні, *млрд грн*

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Навіть за рік після початку пандемії страхові премії відновили зростання і чисті страхові премії сягнули 46 млрд грн, перевищивши показники 2019 р. До пандемії, у період з 2017 по 2019 рр., резерви страхових компаній перманентно збільшувалися. В умовах війни приріст страхових резервів попередніх років був значною мірою нівельований девальвацією національної валюти по відношенню до долара США.

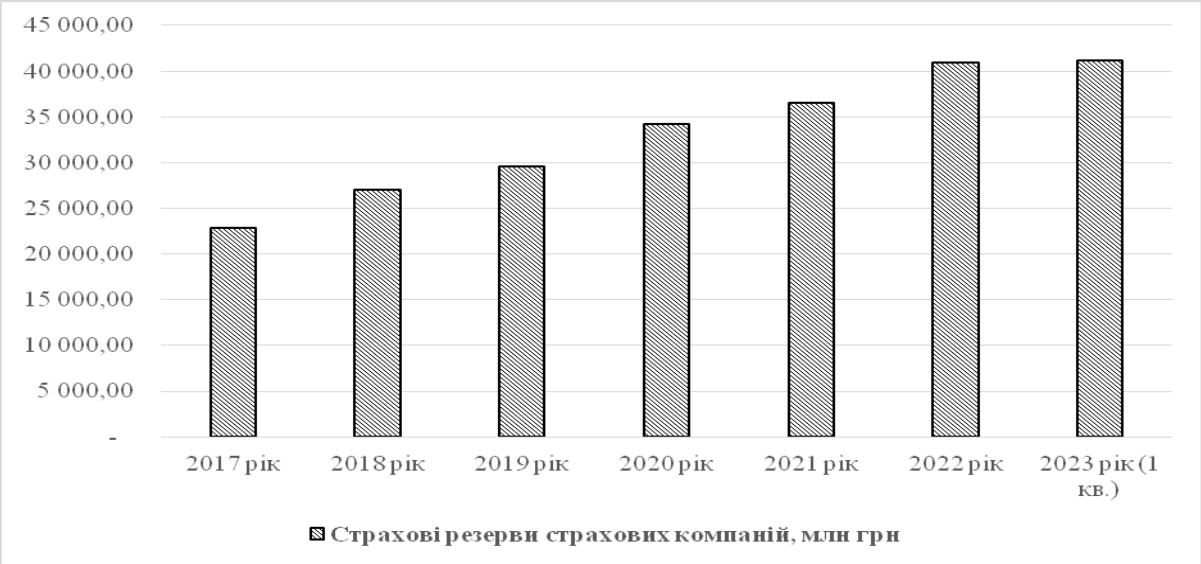

Рис. 10.4. Страхові резерви страхових компаній України, *млн грн*

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Загалом страховий ринок України не встиг оговтатися після коронавірусної кризи і відновити подушку безпеки, як відбулося повномасштабне російське вторгнення в Україну із супутніми викликами для страхових компаній та їх клієнтів. Не маючи достатньо страхових резервів, страховий ринок наразі повністю залежить від подальшої політики регулятора та уряду. За подальшого впровадження запланованих напередодні вторгнення 2022 р. регуляторних норм, які передбачає Закон України «Про страхування», страховий ринок України може зазнати масового банкрутства, а вітчизняний страховий ринок – кардинально стиснутися.

10.2. Огляд страхового ринку з огляду системного ризику

Зважаючи на систематичний ризик страхового ринку у разі збереження попередньої регуляторної політики, пропонується оцінити його стійкість за низкою сценаріїв. Слід відзначити, що збереження попереднього регуляторного підходу в умовах викликів повномасштабної війни матиме наслідком подальше скорочення кількості страхових компаній. Від цього може постраждати і стійкість банківської системи.

Насамперед слід узагальнити ключові виклики, що призводять до втрати фінансової стійкості страхових компаній.

1. Страхові платежі за найбільшими видами страхування у 2022 р. значно знизилися, на відміну від виплат, які залишилися на тому ж рівні або навіть виросли[226]. Водночас, попри зменшення надходжень страхових премій, вартість страхових продуктів збільшувати недоцільно – з огляду на скорочення платоспроможності переважної кількості клієнтів.

Через порушення структури фінансового балансу і зменшення резервів багатьом страховим компаніям буде проблематично виконувати свої зобов’язання. Термін виплат для клієнтів значно подовжиться. Це потягне за собою порушення нормативів, а відтак – санкції та пеню з боку регулятора.

2. Інвестиційна діяльність страхових компаній скорочується, процес реорганізації та прийняття нових нормативних вимог зменшує можливості розвитку страхового бізнесу. Розкриття даних стосовно злиття/продажу страхових компаній стосується лише їх активів, зобов’язання ж за договорами

[226] Пропорції за кожним видом страхування коливаються. Для прикладу, пропорція фондів по страхуванню ОСЦПВ/КАСКО становить 60/40%, де 40% – рівень виплат від надходжень, страхування майна юридичних та фізичних осіб – 79/21%, страхування фінансових ризиків – 82/20%.

страхування ліквідованих компаній залишаються невідомими. Відповідно виникає ризик щодо невиконання договорів страхування та нездійснення страхових виплат.

3. З ухваленням нових регуляторних норм досить багато компаній можуть стати кептивними, тобто фактично «приєднатися» до певної промислової групи, обслуговуючи тільки її потреби, та взагалі не займатись іншими видами страхування. Недоотримання коштів у найбільш об'ємних галузях страхування, зокрема страхування майна, автострахування і туристичного страхування, може призвести до збитковості діяльності страхових компаній.

4. Системний ризик пов'язаний із прямим впливом страхового бізнесу на банківську систему. Банки, співпрацюючи зі страховими компаніями, отримують не тільки комісійну винагороду, а й урізноманітнюють свій бізнес, надаючи клієнту комплексну послугу. Різні страхові компанії працюють з різними банками (мають в них різну акредитацію та реєстрацію). Станом на 01.05.2023 р. кількість страхових агентів становить близько 76,91 тис. осіб.

При виведенні з фінансового ринку певної кількості компаній, кількість операцій, а, отже – і дохід банків – закономірно зменшується. На початок 2023 р. кількість компаній, що співпрацюють з банками, становила 139 компаній. Усі вони мають додатні показники щодо операційної діяльності, тобто не є фіктивними та проводять банківські операції. Зменшення обсягу операцій на страховому ринку України навіть на 20–30% значно вплине на банківський сектор. З урахуванням війни цей показник може зменшитися в діапазоні 50–60%. Окрім цього, кожна страхова компанія має депозитні рахунки та резерви в банках. Відплив цих коштів стане проблемою для низки банків і для банківської системи загалом.

Для оцінки впливу шоку було здійснено консолідований аналіз банківського сектора за розрахованим середнім значенням та логарифмованою функцією та із його поділом на три групи. Перша група банків працює з юридичними та фізичними особами. Друга група займається кредитуванням та приймає депозити лише від фізичних осіб, а третя група – тільки від юридичних осіб. Шок передбачає зменшення комісійного доходу (на 15%), відплив депозитів (на 10%) і, відповідно, зменшення частки непрацюючих кредитів (на 15%) – ці пропорції були обрані як несприятливий сценарій, який потенційно може зумовити зазначені ризики.

За отриманими даними (наведеними на рис. 10.5) показники першої групи банків (середнє значення по групі) станом на 01.01.2022 р. вищі за вимоги регулятора як за базового (на 0,3%), так і за несприятливого сценарію (на 5,3%). Згаданий вище шок враховує саме несприятливий сценарій. Уже у 2023 р. показники достатності капіталу за базовим сценарієм перевищують вимоги регулятора на 1,1 %, а у 2024 р. та 2025 р., відповідно, на 1,9 та 2,6%. Згідно із прогнозом у 2028 р. достатність капіталу становитиме 15,6% та перевищуватиме норматив на 5,6%. У випадку настання несприятливого сценарію капітал першої групи банків у 2023–2026 рр. перебуватиме нижче за порогові значення, і лише в 2028 р. показник 6,1% відповідатиме граничному допустимому нормативу регулятора.

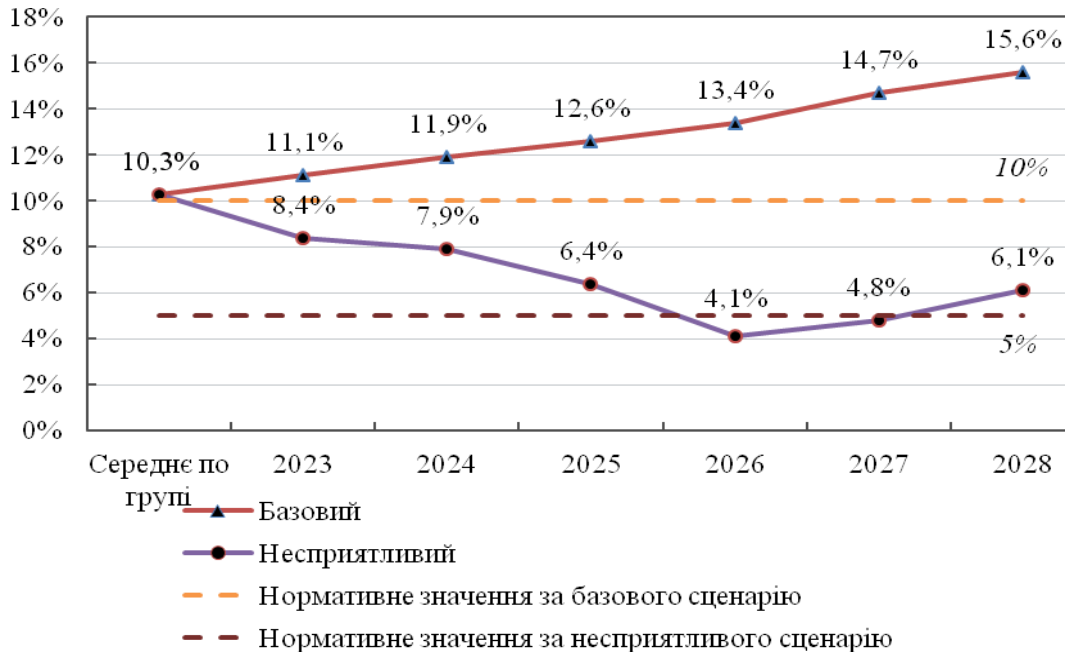

Рис. 10.5. Нормативи достатності капіталу першої групи банків, %

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Відповідно до рис. 10.6, показники другої групи банків (середнє значення по групі) станом на 01.01.2022 р. вищі за вимоги регулятора на 2,7% за базового сценарію та на 7,7% за несприятливого сценарію. Так само за доступними даними на початок 2023 р. показники достатності капіталу за базовим сценарієм перебувають у допустимих межах. У 2024 р. його значення становить 15,9%, достатність капіталу спостерігається на всьому діапазоні аналізу (з 2023 р. по 2028 р.). У випадку настання несприятливого сценарію вже з 2025 р. показник достатності капіталу другої групи банків стане від'ємним і

перебуватиме нижче за порогові значення і становитиме -6,2%, у 2026 р. – (-8,7)%, у 2027 р. – (-10,3)% та у 2028 р. – (-12,0)%.

Рис. 10.6. Нормативи достатності капіталу другої групи банків, %

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

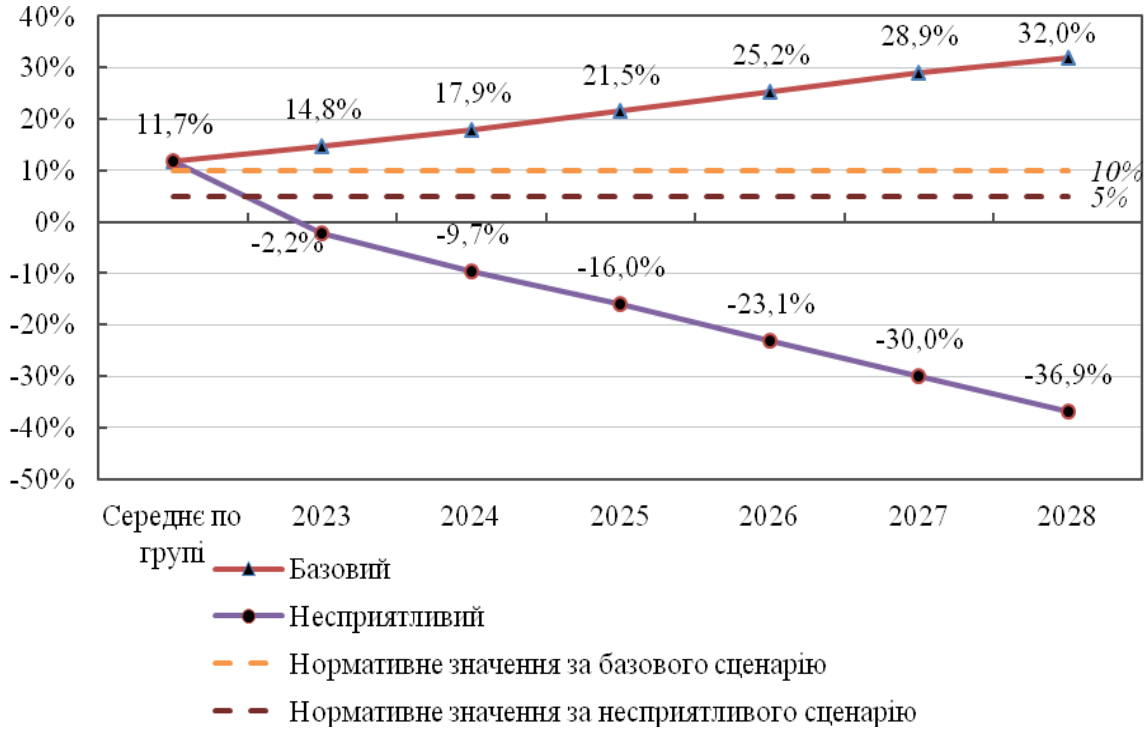

Рис. 10.7. Нормативи достатності капіталу третьої групи банків, %

Джерело: побудовано автором за даними: Статистика фінансового сектора / НБУ URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Дані на рис. 10.7 свідчать про те, що в обох сценаріях третя група банків поводить себе подібно до другої групи. Станом на 01.01.2023 р. показники другої групи банків відповідають вимогам регулятора за сприятливого сценарію. За цього сценарію третя група банків виконує нормативи регулятора у 2023–2028 рр. Проте настання шоку і реалізація несприятливого сценарію (виведення з ринку понад 60% страхових компаній) здатні викликати суттєві проблеми для цієї групи банків: показник достатності характеризується негативною динамікою, він набуває від'ємних значень уже в 2023 р. і стрімко зменшується в наступні роки. У 2025 р. його значення становить -23,1%, а до 2028 р. – 36,9%.

Таким чином, страховий ринок опинився у складній ситуації через пандемію COVID-19, початок повномасштабних бойових дій на території України, незавершений процес трансформації регуляторного поля страхового ринку, що загалом мало наслідком ліквідацію 94 страхових компаній. Така ситуація негативно впливає і на банківський сектор України. Зокрема, зменшуються операції зі страховими компаніями, що ймовірно обмежить дохідність банків, призведе до зменшення обсягу депозитів страхових компаній та їх резервів на рахунках банків. Це може мати суттєві негативні наслідки як для окремих банків, так і для банківської системи.

Залишається великий ризик масової ліквідації, злиття та поглинання страхових компаній, що також призведе до зменшення валових активів на фінансовому ринку та негативно вплине на можливість страхових компаній виконувати свої зобов'язання.

Розділ 11
НАПРЯМИ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВІЙНИ ТА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ

Проведений у дослідженні аналіз іноземного досвіду ГКП, викликів глобальної нестабільності та повномасштабної війни, а також особливостей практики реалізації грошово-кредитної політики в Україні в частині досягнення цілей цінової та фінансової стабільності та підтримки національної економіки допоміг виокремити низку рекомендацій щодо можливих напрямів підвищення її ефективності.

11.1. Узгодження цілей та режимів ГКП із викликами воєнного часу та підтримкою стабільного функціонування економіки

Ефективність використання потенціалу ГКП в Україні визначатиметься успішним розв’язанням стратегічної суперечності – підтримки економічної активності та бюджетних витрат із одночасним забезпеченням курсової та цінової стабільності. Додаткові виклики у коротко- і середньостроковому періодах уводять глобальну економіку в турбулентність та в умовах війни призводять до подальшої втрати Україною економічного потенціалу.

Ефективне використання потенціалу ГКП в Україні для вирішення зазначених суперечностей стримують: неоптимальний вибір режиму грошово-кредитної політики та ієрархії стратегічних цілей, нерегульована фінансова відкритість, слабкий розвиток інституційного середовища фінансових ринків, слабкий функціонал монетарного інструментарію, що обмежено впливає на реальні економічні процеси.

З огляду на це подальша реалізація грошово-кредитної політики одночасно визначає цілий комплекс завдань, серед яких:

– забезпечення стійкості фінансової системи;

– підтримка економічної активності бізнесу та домогосподарств, а також реалізація відповідних державних економічних програм;

– стабілізація обмінного курсу гривні;

– стримування інфляції.

Зазначене потребує концептуального перегляду поєднання ієрархії цілей грошово-кредитної політики із пріоритетами щодо стратегічних цілей (підтримки економічного зростання, забезпечення фінансової стабільності, розвитку фінансових ринків). Натомість забезпечення цінової стабільності, з акцентом на стабільність національної валюти, має реалізовуватися на рівні оперативного цілепокладання та підпорядковуватися стратегічним цілям.

Підвищення ефективності ГКП при реалізації зазначеної ієрархії цілей потребує використання, окрім облікової ставки, усього регуляторного інструментарію – як класичного (норм резервування, інтервенцій на валютному та грошовому ринках, нормативів діяльності банківських установ), так і адміністративного (вимог до операцій з іноземною валютою, використання платіжної інфраструктури, рефінансування, активних та пасивних операцій).

Відповідно потребує зміни й режим ГКП, – передбачаючи відхід від безумовного пріоритету інфляційного таргетування на користь комбінованого режиму таргетування інфляційного та валютного коридору, а також таргетування структури грошових агрегатів.

Доцільність такої побудови моделі ГКП наочно підтверджується тим, що у практиці роботи центробанків низки країн замість однієї інфляційної цілі, плаваючого курсу та мінімізації валютних інтервенцій дедалі більше використовується композиція регуляторних інструментів у цих сферах та спроби калібрувати параметри монетарних реакцій під потреби національної економіки. В Україні так само існує потреба впровадження проміжного (або гібридного) режиму валютного курсу, забезпеченого заходами валютного контролю.

Щоб запобігти основним ризикам порушення фінансової стабільності в Україні, зокрема девальвації та прискоренню інфляції, необхідні заходи монетарної підтримки бюджетних видатків, а також підтримки фінансової стабільності в умовах надходження в Україну значних обсягів іноземної фінансової допомоги. Навіть регулярне надходження такої допомоги саме по собі не може гарантувати макроекономічну стабільність України без ефективної діяльності її власних фінансових регуляторів, зокрема в таких напрямах, як:

– розбудова ефективної системи валютного регулювання з метою запобігання неконтрольованих коливань обмінного курсу та збереження

валютних резервів, у т.ч. узгоджене з урядом обмеження переліку некритичного імпорту, стримування спекулятивного та панічного попиту на валюту, зниження рівня валютизації фінансової сфери за допомогою макропруденційного інструментарію, контроль за транскордонними потоками капіталу, боротьба з фіктивними фінансовими операціями та тіньовими валютними ринками;

– антиінфляційні заходи ринкового та адміністративного характеру (в тісній взаємодії з урядом), в умовах підвищених ставок урівноважені урядовими програмами пільгового кредитування для підтримки бізнесу, населення та стратегічних галузей промисловості. Локомотивом реалізації таких програм, – спрямованих як на стабілізацію, так і на повоєнну відбудову, – повинні стати державні банки (оскільки на них припадає понад половину вітчизняного ринку кредитування) під наглядом рад, що включають у т.ч. і зарубіжних експертів;

– мобілізація внутрішніх фінансових ресурсів шляхом підвищення ставок за депозитами фізичних осіб у державних банках, сприяння викупу урядових облігацій державними банками та НБУ, перерахування прибутків останнього до бюджету.

Крім зазначеного, підвищення ефективності ГКП у частині швидкого та повного виконання поставлених цілей потребує додаткових заходів регуляторів, зокрема:

– реалізації потенціалу валютно-курсового регулювання;

– налагодження механізмів взаємодії НБУ та уряду;

– комплексного використання макропруденційного інструментарію.

Попри те, що зазначений перелік заходів у фінансовій сфері певною мірою відображає заміщення ринкових механізмів державним регулюванням, його впровадження зумовлене об’єктивною потребою забезпечення макроекономічної стабільності України.

11.2. Використання потенціалу валютно-курсового регулювання та контроль за фінансовою відкритістю національної економіки

Попри багаторічний тренд переходу до плаваючого обмінного курсу та валютної лібералізації, забезпечення стабільності обмінного курсу залишається ключовою умовою ефективності ГКП. Зростання волатильності глобальних

потоків капіталу за відсутності заходів щодо контролю за ними на національному рівні знижує стійкість національної фінансової системи по відношенню до зовнішніх шоків.

За поточних умов вільноплаваючий обмінний курс гривні виступає не амортизатором, а підсилювачем (резонатором) у контексті глобальних фінансових циклів. В умовах глобальних фінансових циклів коливання валютних курсів відбувається переважно не як реакція на зміни випуску, а під впливом проциклічних потоків капіталу. Такі потоки під час сприятливих фаз економічних циклів чинять ревальваційний тиск, призводять до недооцінки кредитних ризиків та провокують перегрів фінансових ринків. При низхідних фазах економічних циклів, які починаються за негативних ринкових очікувань, цей вплив змінюється на протилежний – відплив капіталу зумовлює девальвацію, зовнішню боргову кризу, масові банкрутства позичальників та кредиторів.

Це, а також наявність високого ризику відпливу капіталу за кордон та девальвації національної грошової одиниці вимагає збереження валютних обмежень, запроваджених НБУ, а також унеможливлює лібералізацію руху іноземних інвестицій та інвестицій резидентів за кордон без уникнення загроз для національної економіки.

Слід особливо підкреслити природність переходу до контролю обмінного курсу валюти на певних етапах. Перехід від фіксованого до плаваючого курсу національної валюти, що неодноразово спостерігався в історії як цілком природний процес еволюції економічних відносин відповідно до циклів їх глобалізації, можуть так само природно змінювати заходи валютного контролю на етапах уповільнення глобалізаційного процесу.

Політика обмінного курсу в режимі керованого плавання має бути спрямована на обмеження волатильності обмінного курсу. Утримання конкурентоспроможного, але стабільного реального обмінного курсу може використовуватися як проміжна ціль ГКП – для досягнення оперативних цілей цінової та фінансової стабільності, а також стратегічних цілей підтримки зайнятості та економічного зростання.

Якщо конкурентоспроможний обмінний курс успішно стимулює експорт національних товарів, то стабільний обмінний курс сприяє нагромадженню капіталу, заощаджень та сукупного попиту вищого рівня. Віднаходження балансу в цій системі зумовлює більш стійку модель економічного зростання, яка менше залежить від зовнішніх шоків. Таким чином, конкурентоспроможний

і стабільний обмінний курс є основною оперативною ціллю, якої мають прагнути периферійні економіки, що розвиваються, аби досягти наздоганяючого зростання.

На відміну від розвинених економік з резервними валютами, периферійним економікам для підтримки стабільного курсу, як правило, бракує валютних ресурсів. Тому успішність реалізації політики цільового обмінного курсу в поточній ієрархічній та асиметричній міжнародній валютній системі потребує умілої комбінації валютних інтервенцій і обмежень на валютному ринку. Така комбінація залежить від наявного запасу валютних резервів і ступеня фінансової відкритості. Центральні банки периферійних країн повинні діяти на своїх валютних ринках як маркетмейкери, щоб впливати на обмінний курс. При цьому чим більші валютні резерви та нижчий ступінь фінансової відкритості, тим більший їх потенціал з обмеження волатильності та впливу на обмінний курс. Важливою є роль валютних обмежень для мінімізації шкідливого відпливу капіталу за кордон.

Водночас безмежне накопичення валютних резервів не є оптимальною стратегією центрального банку. Збереження дієвих валютних обмежень і, головне, регуляторних інструментів для їх динамічного налаштування дасть змогу підтримувати цільовий рівень обмінного курсу. В такому випадку регулювання рівня фінансової відкритості національної економіки, відповідно до умов кон’юнктури світових ринків, вивільнить частину валютних ресурсів для оптимізації зовнішнього державного боргу, підтримки експортерів, придбання сучасних технологій.

Зважаючи на такі особливості прояву неконтрольованої волатильності обмінного курсу національної валюти в малих відкритих економіках із відносно нерозвиненими ринками, до яких відноситься й Україна, щоб посилити макроекономічну стабільність усупереч глобальним фінансовим циклам, заходи державної політики повинні забезпечувати контроль за транскордонними потоками капіталу та обмежувати волатильність обмінного курсу. З огляду на це для фінансових регуляторів України, передусім НБУ, існує обґрунтована потреба переглянути власні підходи щодо валютної лібералізації на користь упровадження контрольованого режиму валютного курсу, забезпеченого ефективною системою валютного регулювання.

Крім цього, потреба контролю за валютним курсом в Україні наразі обумовлена необхідністю забезпечення фінансової стабільності в умовах

воєнного стану. Проте і після нього Україні – у прагненні набуття членства у ЄС – доведеться використовувати валютне регулювання задля забезпечення стабільності валютного курсу. Окрім позитивного впливу подібного обмеження коливань валютного курсу на фінансову та макроекономічну стабільність, дотримання такого коридору засобами валютного регулювання сприятиме таким важливим передумовам євроінтеграції, як обмеження бюджетного дефіциту та підвищення довіри до національних фінансових регуляторів.

Відтак удосконалення, а не обмеження валютного регулювання, – одна з ключових умов фінансової безпеки держави в умовах воєнного стану та повоєнного відновлення України. Раціональна система валютно-курсового регулювання у період воєнного стану має мінімізувати ризик некерованих курсових коливань. Національному банку разом із урядом важливо насамперед обмежити спекулятивні, панічні та економічно не обґрунтовані дії учасників валютного ринку в умовах вимушеної емісії.

Зважаючи на це, щоб обмежити дестабілізуючий вплив на національну валюту, НБУ у взаємодії з урядом доцільно вжити заходів для:

1) обмеження каналів придбання іноземної валюти без реальної економічної потреби;

2) розширення валютної пропозиції на ринку;

3) розширення джерел фінансування державних запозичень коштами громадян.

Відповідні заходи можуть включати:

– посилення вимог до продажу іноземної валюти експортерами товарів та послуг на рівні 50–75% протягом 30–60 днів;

– заборону приватних операцій з валютою, не пов’язаних із реальним сектором економіки;

– обмеження лімітів відкритої валютної позиції банківських установ;

– перегляд та звуження асортименту критичного імпорту;

– заборону імпорту некритичних товарних груп або застосування до них надвисоких імпортних тарифів;

– мінімізацію легального фінансового інструментарію (зокрема портфельних інвестицій та торговельних кредитів за кордон), який дозволяє виводити валюту;

– підвищення привабливості депозитів фізичних осіб з метою стерилізації валютних заощаджень населення;

– боротьбу з тіньовим валютним ринком.

Ефективність грошово-кредитної політики України у період воєнного часу значною мірою залежатиме від розвитку валютного регулювання та оперативного втручання НБУ у сферу операцій з іноземною валютою з метою обмеження валютних спекуляцій та каналів виведення капіталу за кордон, а також дедоларизації грошово-кредитної сфери України.

На етапі *повоєнного відновлення* валютно-курсова політика має бути доповнена ринковими інструментами та механізмами, що включають:

– адміністративне та макропруденційне обмеження непродуктивного (такого, що не зумовлює залучення технологій або розширення зовнішніх ринків збуту) відпливу національного капіталу;

– надання преференцій інвестиціям у визначені урядом пріоритетні сфери національної економіки.

Для забезпечення ефективності впроваджуваних заходів валютного регулювання і щоб запобігти уникненню встановлених обмежень критично важливо зміцнити функціонал валютного контролю у структурі НБУ із більш активним використанням інструментів валютного регулювання та валютного нагляду.

11.3. Монетарна підтримка економічної активності в умовах воєнного стану

Національні економіки, що характеризуються як малі відкриті, орієнтовані на експорт сировинної продукції, можуть – хоч і в обмежених формах – використовувати монетарну підтримку ділової активності. Це завдання може вирішуватися при застосуванні ГКП двома шляхами. Перший – це кредитна емісія, шляхом стимулюючих ставок та пропозиції рефінансування. Другий – це використання для підтримки економічної активності бюджетних механізмів, що вимагатиме стерилізації грошової маси у середньостроковому періоді. В обох випадках ГКП має бути забезпечена відповідними монетарними передумовами.

Упродовж останніх 15 років ГКП в Україні характеризувалося наполегливим монетарним звуженням, яке періодично збігалося зі скороченням обсягів бюджетних видатків. Одним із наслідків цього став процес демонетизації економіки в абсолютному вимірі. Проте і динаміка зважених на валютний курс та інфляцію показників приросту грошової маси свідчить, що *монетарна влада*

забезпечувала поступовий приріст грошової маси, але він відставав від зростання ВВП.

Особливо відчутно процес демонетизації відбувався у період 2015–2021 рр. Більше того, якісні параметри реальної грошової пропозиції, з урахуванням структурної динаміки ключових грошових агрегатів у річному вимірі, доволі точно демонструють жорстку грошово-кредитну політику щодо стримування приросту грошової маси у період із січня 2015 р. по лютий 2022 р.

Кількісні та якісні параметри монетарної бази після кризи 2014–2015 рр. не покращувалися. Відношення готівкових коштів, які обертаються поза банками (М0), до широких грошей (М3) із 2007 р. коливається в діапазоні 25–32%, хоча в цей період відбулися істотні зміни стосовно впровадження банківських технологій безготівкових розрахунків, розширилися картковий бізнес та інші платіжні сервіси. Частка готівки у грошовому обігу залишається значною, що свідчить про консерватизм учасників ринку та наявність іноземної готівкової валюти, що обслуговує тіньовий сектор економіки.

Монетарне розширення має бути використане за цільовими каналами для стимулювання інвестицій у реальне виробництво. Для підтримки фінансування економічного відновлення необхідні привабливі інструменти для інвестицій. З огляду на те, що підвищення ставок щодо ОВДП збільшить витрати із обслуговування боргу, активізація ринкових боргових залучень для фінансування дефіциту бюджету можлива шляхом застосування офіційних гарантій іншими урядами українських облігацій, – це приверне увагу інвесторів-нерезидентів на ринку ОВДП у довгостроковій перспективі.

Проведений у монографії аналіз дає підстави говорити про необхідність включити при реалізації грошово-кредитної політики до оперативних завдань якісні дивізійні таргети для забезпечення адекватної монетизації економіки. Для цього необхідно посилити роль Міністерства фінансів у монетарному регулюванні через створення програм компенсації процентних витрат та інвестиційного довгострокового кредитування.

Водночас в умовах війни основним драйвером економічного розвитку слугуватиме бюджетне фінансування, що спиратиметься на доходи бюджету і ресурси міжнародних організацій. Тому стимулююча функція більшою мірою залежатиме від уряду. А ГКП відіграватиме важливу роль у забезпеченні адекватних обсягів грошової маси у розрізі цільових агрегатів.

11.4. Комбінація інструментарію ГКП на повоєнному етапі

В умовах повномасштабної воєнної агресії РФ проти України 2022 р. грошово-кредитна політика НБУ виявилася відносно ефективною в частині забезпечення фінансової стабільності. Цьому посприяла комплементарність застосованих інструментів. Особливо високий рівень ефективності продемонстрували заходи у сфері валютного регулювання, завдяки яким вдалося утримати національну валюту від девальвації. При цьому потрібно зважати, що зовнішнє фінансування надає можливість перекривати втрати валютних резервів НБУ щодо підтримки курсу.

Протягом першого року повномасштабної війни політика валютного регулювання виявилася дієвою завдяки:

а) вчасному запровадженню фіксованого курсу та його подальшій корекції, що сприяло зменшенню обсягів інтервенцій, звуженню різниці між офіційним, безготівковим та готівковим курсами;

б) запровадженню низки тимчасових валютних обмежень (зокрема, забороні на здійснення більшості транскордонних валютних платежів за винятком розрахунків та отримання готівки із використанням платіжних карток за кордоном) та їх поступовому скасуванню.

Також дієвість грошово-кредитної політики була забезпечена вчасним відходом від режиму інфляційного таргетування та політикою валютної лібералізації на користь адміністративного втручання, що забезпечило відносну цінову стабільність (хоча інфляція очікувано прискорилася, проте не вийшла з-під контролю).

Проведення стерилізаційної політики за рахунок тривалого використання комбінації депозитних сертифікатів під завищенні ставки із розширенням інструментів рефінансування (процентний своп, рефінансування із забезпеченням) несе ризик кредитно-депозитної дисфункції банків. До того ж той факт, що банки спрямовують отримані кошти рефінансування на купівлю ОВДП погіршує інфляційні очікування суб’єктів ринку. Водночас подібна практика інвестування банків у ОВДП загострює суперечність стосовно використання ключового інструмента НБУ, а саме – облікової ставки: із потребою розміщення ОВДП для фінансування потреб державного бюджету.

Тим не менше досвід першого року повномасштабної війни показує, що ефективність грошово-кредитної політики забезпечує саме комбінація інструментів ГКП. В умовах дії системних чинників, що обмежують дію трансмісійного механізму та ефективність процентної політики, доповнення функціоналу монетарних інструментів регуляторними є виправданим.

Недостатня ефективність інфляційного таргетування за обмеженої дії трансмісійного механізму ГКП свідчить про те, що НБУ слід орієнтуватися й на інші інструменти, зокрема на розширення спектра інструментів цільового рефінансування, макропруденційних інструментів, збереження, за потреби, активного використання валютних інтервенцій та нормативів резервування.

У період повоєнного відновлення орієнтації грошово-кредитної політики НБУ виключно на режим інфляційного таргетування буде недоречною з огляду на переважно немонетарні чинники інфляції. Це додатково підтверджує необхідність комбінування існуючих монетарних режимів та інструментів, а також розширення цілей грошово-кредитної політики за межі виключно цінової стабільності.

11.5. Координація ГКП та фіскальної політики задля підвищення ефективності монетарного регулювання

У сфері грошово-кредитної політики співпраця НБУ та уряду під час війни повинна бути зосереджена на узгодженні зусиль за такими ключовими напрямами, як:

1) забезпечення курсової та цінової стійкості національної валюти шляхом:

– узгодження заходів контролю за динамікою цін. Без застосування адміністративного регулювання цін на визначені групи товарів (зокрема цін на паливо) стримування інфляції монетарним інструментарієм буде неефективним;

– узгодження дій у рамках валютно-курсового регулювання, включаючи перегляд позицій переліку критичного імпорту та оптимізацію напрямів використання зовнішньої фінансової допомоги;

– компенсації кредитних ставок, – зважаючи на підвищену – до 25% – облікову ставку НБУ, без законодавчо закріпленої компенсації за рахунок бюджету більшої частини процентної ставки подальше кредитування оборонних підприємств, а також малого та середнього бізнесу неможливе;

2) фінансова підтримка бюджетного дефіциту шляхом:

– закріплення вимоги щодо якнайшвидшого перерахування у бюджет «прибутку» НБУ ;

– врегулювання процесу кредитування Державного бюджету через прямий викуп ОВДП. Важливо узгодити напрями використання та межі такого кредитування;

– підтримки грошово-кредитним інструментарієм операцій з управління державним боргом через рефінансування державних банків під ці потреби;

3) забезпечення фінансової стабільності. В цьому аспекті потрібно звернути увагу на незадіяний потенціал Ради з фінансової стабільності. Доцільно розширити її функціонал, включивши до її складу необхідних представників уряду та парламенту і закріпити її повноваження на законодавчому рівні.

На етапі повоєнної відбудови більшої ваги набуде потреба кредитної підтримки економічного зростання. Для цього заходи співпраці уряду та НБУ доцільно зосередити на таких напрямах, як:

1) узгодження пріоритетних сфер економіки для реалізації цільових програм їх кредитної підтримки;

2) залучення державних банків до спеціально визначених цільових програм кредитної підтримки. Зважаючи на те, що у банківському секторі України державі належить понад 47% чистих активів і 55% депозитів, саме державні банки повинні стати локомотивом надання кредитної підтримки економіці, а уряд та НБУ мають у взаємодії з представниками учасників ринку удосконалити систему її реалізації;

3) прямий викуп НБУ та державними банками випусків інфраструктурних облігацій на перших етапах відновлення;

4) приведення дохідності депозитних сертифікатів НБУ у відповідність із цілями повоєнного кредитування економіки;

5) узгодження заходів з регулювання фінансових ринків, підтримки макроекономічної та соціальної стабільності.

11.6. Роль державних банків у реалізації ГКП та забезпеченні фінансової стабільності в умовах воєнного стану

В умовах воєнного стану та повоєнного відновлення України одним із першочергових завдань державних банків є фінансова підтримка пріоритетних

галузей економіки та підприємств (об'єктів) критичної інфраструктури, а також державних програм, спрямованих на підтримку та відбудову економіки. Для досягнення цього завдання пропонується:

1. Розширити державні програми підтримання бізнесу «Доступні кредити 5–7–9%», «Доступний фінансовий лізинг 5–7–9%» та надання державних портфельних гарантій, а саме: збільшити їх обсяги, подовжити терміни дії мінімальної ставки за кредитами суб'єктам підприємництва для подолання наслідків російської агресії[227], а також охопити ширше коло позичальників.

2. Відмовитися від приватизації державних банків щонайменше на період повоєнного відновлення країни та на державному рівні прийняти рішення, що стратегічною ціллю державних банків є кредитна підтримка відродження та посилення пріоритетних сфер економіки. Зважаючи на те, що основні напрями (стратегічні принципи) діяльності банків державного сектора діють на період воєнного стану та у післявоєнний період, але не довше, ніж протягом шести місяців після припинення або скасування воєнного стану чи стану війни, після чого МФУ спільно з банками державного сектора має забезпечити підготовку та внесення на розгляд вищого органу управління банком оновлені основні напрями та відповідно оновлені та актуалізовані власні стратегії розвитку банків державного сектора, *в* оновлених основних напрямах потрібно врахувати таке:

– приватизація державних банків у період повоєнного відновлення країни є неактуальною та недоцільною (нездатність органів управління банків забезпечити їх ефективну діяльність не повинна визнаватися достатньою підставою для їх виведення з державної власності – задля вирішення питання з ефективністю необхідно винаймати фахових відповідальних менеджерів та організувати належний контроль з боку власника та НБУ);

– метою діяльності кожного з державних банків є передусім підтримка пріоритетних сфер економіки;

– серед показників ефективності виділяється досягнення стратегічних цілей, а не лише прибутковість;

– головні пріоритетні напрями кредитної підтримки для кожного з банків (визначаються після затвердження Програми відновлення економіки та

[227] Наразі діє ставка 0% річних протягом воєнного стану та протягом одного місяця після його припинення чи скасування, а після завершення цього періоду та до завершення строку кредитування – до 5% річних.

пріоритетних сфер економіки) та специфічні завдання – саме вони визначатимуть спеціалізацію державних банків.

3. Розробити та ухвалити Закон України «Про Банк розвитку», що дасть змогу через спеціалізований державний банк із особливим статусом (на Банк не поширюються окремі положення законодавства про банки й банківську діяльність; пріоритети кредитування, кількісні обмеження щодо запозичень, ліміти, напрями, можливі умови, порядок та строки кредитування; надання гарантій, виконання функцій агента встановлюється у Меморандумі про кредитну політику Банку, що затверджується Кабінетом Міністрів України і погоджується з Національним банком України) сприяти відновленню країни та її розвитку шляхом довгострокового пільгового кредитування проєктів та програм, здатних забезпечити реалізацію національних пріоритетів, відродження та інноваційний розвиток промислового сектора, високу конкурентоспроможність товарів і послуг на зовнішніх ринках, створення нових робочих місць та підтримку малих і середніх підприємств.

4. Мати на увазі необхідність за першої можливості знизити облікову ставку НБУ. Нинішній рівень облікової ставки обмежує банківське кредитування економіки, що призводить до скорочення обсягів виробництва товарів та послуг, до додаткових бюджетних витрат (на обслуговування ОВДП та компенсацію процентних ставок за державними програмами підтримання бізнесу) та недоотримання доходів державного бюджету від НБУ (у зв’язку із зростанням процентних витрат за депозитними сертифікатами).

5. Упровадити практику цільової підтримки Національним банком України довгострокової ліквідності банків за пільговою процентною ставкою в обсягах, які б не спровокували інфляцію – за умови спрямування ними цих коштів на кредитування інвестиційних проєктів та проєктів у пріоритетних галузях економіки при забезпеченні жорсткого контролю за отриманими банками коштами рефінансування.

6. Запровадити регулювання державою витрат на оплату праці у державних банках, передусім керівників, що сприятиме зниженню витрат банків та, відповідно, процентних ставок за кредитами.

7. Внести зміни до статті 7 (Державні банки) Закону України «Про банки і банківську діяльність», а саме вилучити слова «Стратегія розвитку державного банку, що має бути спрямовано на збільшення ринкової вартості державного банку у довгостроковій перспективі з урахуванням ринкових умов», оскільки

визначальним інтересом держави в результаті діяльності державних банків має бути передусім досягнення визначених вищим органом основних (стратегічних) напрямів діяльності державного банку, а не збільшення ринкової вартості банку.

11.7. Імплементація ІТ-інновацій

Швидкість упровадження технологічних інновацій у фінансовій сфері зумовлює необхідність відповідної адаптації регуляторної практики центробанків. Для прийняття рішень у сфері ГКП вони дедалі більше будуть змушені використовувати штучний інтелект і розширену аналітику для прийняття рішень, у тому числі для контролю та вироблення регуляторних рішень у режимі, максимально наближеному до реального часу. Нові технології, зокрема, можуть забезпечити значні переваги у боротьбі з відмиванням грошей, у сферах валютного контролю та дотриманні санкцій/обмежень. Центральні банки низки європейських країн уже оцінюють ці технології, щоб запровадити їх у своїй роботі.

Кібербезпека наразі є однією з основних проблем у банківській сфері, і кожен великий банк зазнав різноманітних кібератак, тож, очікується, що ці атаки посиляться в майбутньому. Центральні банки повинні підготуватися до викликів такої небезпеки, розробляючи політику для банків щодо зміцнення кібербезпеки, а також посилення власних ІТ-систем і процесів для ефективної боротьби з кібератаками. Платіжні системи країн особливо схильні до кібератак, окремі з них можуть порушити фінансову стабільність національної економіки. Інструкції щодо стандартів відкритого банківського обслуговування, директиви ЄС щодо платежів, надійної автентифікації клієнтів, стандартів динамічного зв’язування, безпеки цифрових програм, а також стандартів шифрування даних є позитивними кроками в цьому напрямі.

Для забезпечення інформаційної безпеки більшість центральних банків у економічно розвинених країнах та країнах, що розвиваються, збільшили свій бюджет на інвестиції у сфері кібербезпеки. Серед основних напрямів для інвестицій – забезпечення технічного контролю за процесами, навчання персоналу, забезпечення відмовостійкості систем та резервування.

Криптовалюти та *криптоактиви* швидко розвиваються, і дедалі більше фінансових установ інвестують у них частину своїх активів. Багато центральних

банків, як-от Банк Англії, Народний банк Китаю, Банк Канади, банк Сінгапуру та багато інших, активно працюють над політикою впровадження цифрової валюти, випущеної центральним банком (CBDC). Центральні банки мають розробити політику та врегулювати процеси їх використання, вирішити технологічні проблеми, підтримувати та контролювати обіг CBDC.

Цифрове надання послуг центрального банку. Традиційна модель надання послуг центрального банку змінюється. Отримання даних і звітів від банківських і фінансових учасників має здійснюватися у цифровому вигляді. Це включає цифрові канали для взаємодії з учасниками банківської діяльності, а також адаптацію цифрових технологій, таких як інтелектуальні робочі процеси, для покращення внутрішніх процесів. Портал IMAS Європейського центрального банку дозволяє банкам, які перебувають під його наглядом, подавати інформацію, пов'язану з процесами нагляду, відстежувати їх статус та обмінюватися інформацією з наглядовими органами.

Адаптація нової хмарної інфраструктури. Багато центральних банків, наприклад, банк Сінгапуру, центральний банк Нідерландів, почали вживати заходів щодо адаптації хмарної інфраструктури. В умовах війни в Україні поширилася практика збереження та обробки клієнтських даних у хмарних сховищах за межами країни, із використанням, зокрема, розподілених сховищ.

НБУ буде змушений вдатися до зміцнення своєї інфраструктури та зперетворити її на стійку, масштабовану, гнучку та економічно ефективну шляхом адаптації хмарних технологій. У всьому світі велика кількість приватних банків, а також державних банків вжили заходів для розвитку хмарної інфраструктури. З боку НБУ також доцільно приділити увагу врегулюванню процесів і вимог до впровадження хмарних технологій і проводити навчання банків з питань безпеки даних, їх резидентності та відновлення.

Окремим аспектом впливу цифровізації є формування у процесі діяльності центрального банку додаткових ризиків. Поточна система регулювання ризиків (зокрема заснована на рекомендаціях Базельського комітету з банківського нагляду) більш сконцентрована на управлінні фінансовими ризиками і менш зосереджена на нефінансових ризиках, до яких, власне, і відносяться ризики цифровізації.

Ключовим ризиком у цій сфері є випереджаючий розвиток технологій та зростаючі вимоги до якості персоналу як фінансових установ, так і структур регулятора. У майбутньому це може зумовити необхідність відходу від

механізму точного регулювання до закладення у нормативно-правових актів лише загальних принципів та механізмів контролю та регулювання. Зазначене не слід розглядати як прогнозування неминучих подій у короткостроковому періоді часу, але зазначені тенденції засвідчують високу ймовірність настання таких викликів.

11.8. Підтримка малого та середнього підприємництва заходами ГКП

Розвиток пріоритетних сфер інфраструктури та виробництва потребують цільової масштабної державної кредитної підтримки НБУ та уряду (ймовірно на платформі Національної ради з відновлення України від наслідків війни). Для цього потрібно офіційно визначити пріоритетні сфери інфраструктури та виробництва, на які буде спрямована державна кредитна підтримка, і докласти зусиль щодо максимального стимулювання банків кредитувати критично важливі для економіки напрями. Обсяги такої підтримки визначатиме розмір втрат національної економіки внаслідок війни, а джерела фінансування повинні включати всі види надходжень: міжнародну фінансову допомогу, репарації, приватні інвестиції, накопичену ліквідність банків та цільову емісію НБУ.

Реалізації такої кредитної підтримки сприятиме потужний пул державних банків, які відіграватимуть роль лідерів – провідників цільових сегментів кредитного ринку, а НБУ може надавати цільове рефінансування та стимулюватиме переорієнтацію у ці сегменти приватних банків.

Цільові програми кредитної підтримки пріоритетних сфер повинні запроваджуватись одразу та у міру можливості удосконалюватись за процедурою та розширюватися до потрібних обсягів. Серед іншого доцільно передбачити такі програми:

1) пільгової житлової іпотеки. Обсяги таких програм повинні орієнтуватися на вартість зруйнованого у ході воєнних дій житла. Найбільш прийнятним механізмом реалізації програм пільгової іпотеки слід вважати компенсацію урядом та НБУ частини процентної ставки, мінімізуючи вартість кредиту для позичальників;

2) пільгового кредитування промислових підприємств у межах офіційно визнаних пріоритетних напрямів розвитку національної економіки;

3) підтримки сільгоспвиробників, яка включатиме не лише компенсацію процентної ставки, а й надання державних гарантій за кредитам банкам – кредиторам сільгоспвиробників;

4) комплексної кредитно-страхової підтримки виробників експортної продукції шляхом компенсації процентної ставки, надання держгарантій та страхування експортної продукції через механізм ЕКА.

Для успішної реалізації цих програм доцільно задіяти такі механізми здешевлення їх вартості, як:

1) мінімізація процентних ставок (до нуля по житловій іпотеці) за допомогою коштів уряду та залучення фондів міжнародної допомоги;

2) перегляд нормативів банківської ліквідності в рамках макропруденційної політики з метою лібералізації стандартів кредитування певних категорій економічних суб’єктів та розблокування довгострокових кредитів. Адже в умовах війни більшість комерційних банків за власною ініціативою посилили стандарти кредитування: зокрема скоротили граничні строки кредитування. В умовах високого рівня збитків підприємств без стимулу з боку НБУ вимоги банків до позичальників залишатимуться жорсткими;

3) додатково пом’якшити низку нормативів кредитної діяльності (врахувати кредити за такими програми, як пільги при оцінці нормативів достатності капіталу та розрахунку кредитних ризиків, пом’якшити обмеження щодо здійснення банками активних операцій з пов’язаними особами, поширити на них програми надання рефінансування).

Така політика НБУ не тільки стимулюватиме встановлення кредитних канікул та реструктуризації заборгованості за різними видами кредитів під час війни, а й дозволить більш широко кредитувати ризикових клієнтів на повоєнному етапі. Певний час це супроводжуватиметься вищим рівнем простроченої заборгованості. Ця проблема притаманна такому етапу, але вона може бути мінімізована за допомогою ринку проблемних активів та прагматичного підходу уряду і монетарного регулятора до неминучості списання значної частки кредитів, наданих на перших етапах повоєнного відновлення кредитів.

11.9. Умови розвитку страхового ринку України

Запровадження нових регуляторних вимог щодо страхового ринку, зокрема пов'язаних із ухваленням у 2021 р. Закону України «Про страхування», а також повномасштабними воєнними діями РФ на території України, викликало посилення системного ризику на банківському та страховому ринках у короткостроковому періоді. Висока ймовірність банкрутства або закриття значної частки страхових компаній загрожує призвести до скорочення рентабельності банків унаслідок втрати ними комісійних доходів. Це підвищить кредитні ризики від незастрахованих застав та позичальників, а також спровокує скорочення депозитної ресурсної бази банків.

Проведений консолідований аналіз показує, що зменшення обсягу операцій на страховому ринку України, навіть на 20–30%, здатне призвести до помітного шоку втрати прибутків серед банківських установ, орієнтованих на корпоративний сегмент. При цьому, зважаючи на ризики війни, страховий ринок має високу ймовірність скоротитися на 50–60%. Проведений аналіз показав, що такий шок зумовить зменшення комісійного доходу на 15%, відплив депозитів – на 10%, зростання частки непрацюючих кредитів – на 15%.

За збереження темпів упровадження нормативних вимог по відношенню до страхових компаній, за даними проведеного аналізу, слід очікувати падіння нормативів достатності капіталу банківських установ протягом наступних 2–5 років у середньому на 6–12%. А скорочення нормативів достатності капіталу банків, які тісно співпрацюють зі страховими компаніями, в цих умовах становитиме до 37%.

Відтак доцільно переглянути підходи до регулювання страхових компаній з огляду на пов'язані із ними ризики для банківського бізнесу, особливо в умовах воєнного стану. В інтересах зниження системного ризику фінансової нестабільності у період війни регуляторні дії НБУ доцільніше вибудовувати в контексті пом'якшення умов роботи фінансових установ. Насамперед потрібно знизити вимоги до структури активів і до резервування на період воєнного стану та 90 днів після його відміни. Відмінити штрафи за порушення компаніями певних вимог (наприклад, за несвоєчасну подачу інформації та несуттєві звіти регулятору, за несвоєчасне подання інформації щодо переоцінки активів,

особливо коли таке майно залишилося на окупованій території або території, постраждалій від бойових дій).

Зважаючи на високий потенціал негативного впливу банкрутства страхових компаній на банківський сектор, упровадження нового регуляторного поля для страхового бізнесу доцільно відтермінувати на період після завершення війни, плюс 1–2 роки.

ВИСНОВКИ

1. Ефективність національної грошово-кредитної політики доцільно визначати з огляду на результативність впливу регуляторних заходів у монетарній сфері на якомога більш повне і швидке досягнення цілей, які є об'єктивно необхідними для стабільного функціонування грошово-кредитної системи в інтересах розвитку національної економіки.

2. У контексті офіційно визначених цілей грошово-кредитну політику в Україні можна визначити як переважно ефективну в частині наближення до середньострокового цільового показника інфляції 5%. Водночас така ефективність супроводжується структурною деформацією банківської системи, демонетизацією економіки, звуженням потенціалу підтримки економічного відтворення за допомогою ринкових механізмів перерозподілу інвестиційних ресурсів. У частині залучення іноземного капіталу за допомогою валютної лібералізації, а також підтримки економічного зростання ефективність ГКП виявилася відносно низькою.

3. Чинниками, що знижують ефективність грошово-кредитної політики, в Україні виступають:

– *на глобальному рівні*: формування чинників глобальної невизначеності та дестабілізації; посилення трансмісії монетарних ефектів країн економічного ядра на малі відкриті економіки периферії; волатильність транскордонних потоків капіталу;

– *на національному рівні*: відсутність дієвої координації заходів у межах економічної політики держави, обмежений перелік цілей грошово-кредитної політики та умовність критерію їх досягнення; слабкий інституційний розвиток фінансового ринку, зокрема дистрофічність кредитного, валютного ринку та ринку міжбанківського кредитування; тривала рестриктивна політика на грошово-кредитному ринку в контексті режиму інфляційного таргетування; прагнення до безумовного демонтажу валютного регулювання, що значною мірою суперечить умовам цінової стабільності; спорадичне використання потенціалу державних банків; практика стерилізації гривневої ліквідності, що посилює ефект витіснення.

4. В умовах режиму інфляційного таргетування грошово-кредитна політика в умовах недосконалого ринку малих відкритих економік переважно є

більш жорсткою порівняно із країнами центру. Через перманентно вищі показники інфляції та девальвації, особливо після криз, ГКП в Україні, як і в більшості країн економічної периферії, залишається переважно рестриктивною по відношенню до національного бізнесу та домогосподарств. Одним з проявів цього є дорожнеча кредитів та обумовлені інституційними ризиками та ефектом витіснення жорсткі вимоги банків до позичальників. Таким чином реалізація інфляційного таргетування в таких країнах вимушено обмежує потенціал ефективності ГКП і призводить до фіксації місця периферійної економіки у глобальній ієрархії.

5. Причинами суперечливих результатів застосування режиму інфляційного таргетування в Україні, зокрема, стали: непідготовлений перехід до цього режиму в умовах недорозвинених інститутів фінансових ринків, переважно немонетарна природа сучасних інфляційних процесів та особливий характер впливу волатильності обмінного курсу в малій відкритій сировинній економіці на цінову стабільність.

6. Враховуючи структурну вразливість та ринкову недосконалість малих відкритих економік, на нинішньому етапі існує потреба переходу до гібридного режиму ГКП, який передбачає контроль волатильності обмінного курсу. Компенсація обмеженого функціоналу облікової ставки за рахунок розвитку політики валютного регулювання допоможе відійти від рестриктивної ГКП при збереженні цінової стабільності. Перспективність такого підходу підтверджує досвід України у 2022 р. та останні світові тенденції.

7. Для підвищення ефективності ГКП в Україні потребує комплексного удосконалення, зокрема, розширення переліку стратегічних цілей, комбінування оперативних таргетів та імплементації сучасних інструментів і механізмів. Розширення переліку стратегічних цілей обумовлене потребами забезпечення фінансової стабільності та посилення взаємозв’язку фінансового і реального секторів економіки. Воно повинно включати структурне фінансове поглиблення національної економіки, урівноваження зовнішніх фінансових дисбалансів та підтримки економічного зростання. На оперативному рівні досягнення зазначених цілей передусім вимагає регулювання фінансової відкритості та контролю за волатильністю обмінного курсу, диференціації регуляторних вимог, таргетування структурованої за цільовою ознакою кредитної маси. Для швидкого досягнення цих цілей необхідне розширення

функціоналу ГКП у частині засобів валютного регулювання, макропруденційного інструментарію, сучасних цифрових технологій.

8. Суттєва трансформація практики НБУ в 2022 р. після початку повномасштабного вторгнення продемонструвала наявність значного потенціалу підвищення ефективності ГКП. Відхід від вузького цілепокладання допоміг ефективно доповнити потужну міжнародну фінансову допомогу комплексом валютних обмежень, заходами монетарного розширення та стимулюючої регуляторної політики. Значною мірою все це допомогло одночасно зберегти як фінансову стабільність, так і підтримати бюджетні видатки та ділову активність за відносно помірної інфляції та девальвації.

9. Заходи, вжиті НБУ в 2022 р., значною мірою відповідають характеру сучасних світових тенденцій монетарного регулювання. Вплив чинників глобальної макроекономічної дестабілізації визначив характерні ознаки трансформації реальної практики ГКП центробанків багатьох країн економічного ядра в частині актуалізації свого мандату щодо монетарної підтримки бізнесу та уряду, підпорядкування цілі інфляційного таргетування потребам фінансової стабільності та економічного зростання, посилення контролю за коливаннями обмінного курсу, узгодження заходів монетарної та фіскальної політики. Ключовими напрямами взаємодії ГКП та фіскальної політики є оптимізація витрат на обслуговування державного боргу та контроль за цінами.

10. Проявом низької ефективності трансмісійного механізму ГКП в Україні стало звуження кредитної діяльності комерційних банків. Системне посилення регуляторних вимог – за активної процентної політики в режимі інфляційного таргетування – зумовило ефект витіснення банківських ресурсів у сегмент операцій з ОВДП, депозитними сертифікатами НБУ і платіжно-розрахункового процесінгу та, тим самим, фактично зупинило кредитування.

11. Після 2008 р. політика НБУ не сприяла забезпеченню достатнього рівня монетизації національної економіки. Хоча монетарна влада забезпечувала поступовий приріст грошової маси, але він відставав від зростання ВВП. Наслідком цього стала демонетизація грошового ринку та економіки загалом. На противагу цьому до оперативних завдань грошово-кредитної політики необхідно включити забезпечення адекватного рівня монетизації економіки.

12. Оцінка офіційно проголошених для повоєнного етапу реформ ГКП та програми співпраці із МВФ, що зафіксовані у Меморандумі про економічну та

фінансову політику, змушує визнати їх раціональними для поточної фінансової стабілізації, але недостатніми для прискореного розвитку країни. Фінансова стійкість держави вимагає узгоджених дій інститутів влади та інструментів ГКП у напрямі досягнення конкурентоспроможності національної економіки в умовах зростаючого економічного протекціонізму та воєнних загроз. В інтересах забезпечення структурного розвитку економіки ГКП та заходи бюджетного стимулювання потребують узгодження.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця 1А

Співвідношення часток грошових агрегатів в Україні, *%*

Період	M3					
	усього	M2				
		усього	M1			M2–M1
			усього	M0	M1–M0	
1	2	3	4	5	6	7
2014	5,3	5,4	13,5	19,0	4,4	–0,5
2015	3,9	4,0	8,4	–0,1	24,3	0,3
2016	10,9	10,9	12,2	11,2	13,7	9,8
2017	9,6	9,6	13,5	5,8	24,8	6,0
2018	5,7	5,4	11,6	9,3	14,3	–0,7
2019	12,6	12,7	14,7	5,7	25,4	10,4
2020	28,6	28,7	36,4	34,3	38,4	19,9
2021	12,0	12,0	22,0	12,6	31,1	–1,1
Серпень 2022	19,0	19,1	25,9	17,6	33,9	9,6

Джерело: інформаційний ресурс НБУ (www.bank.gov.ua).

Додаток Б

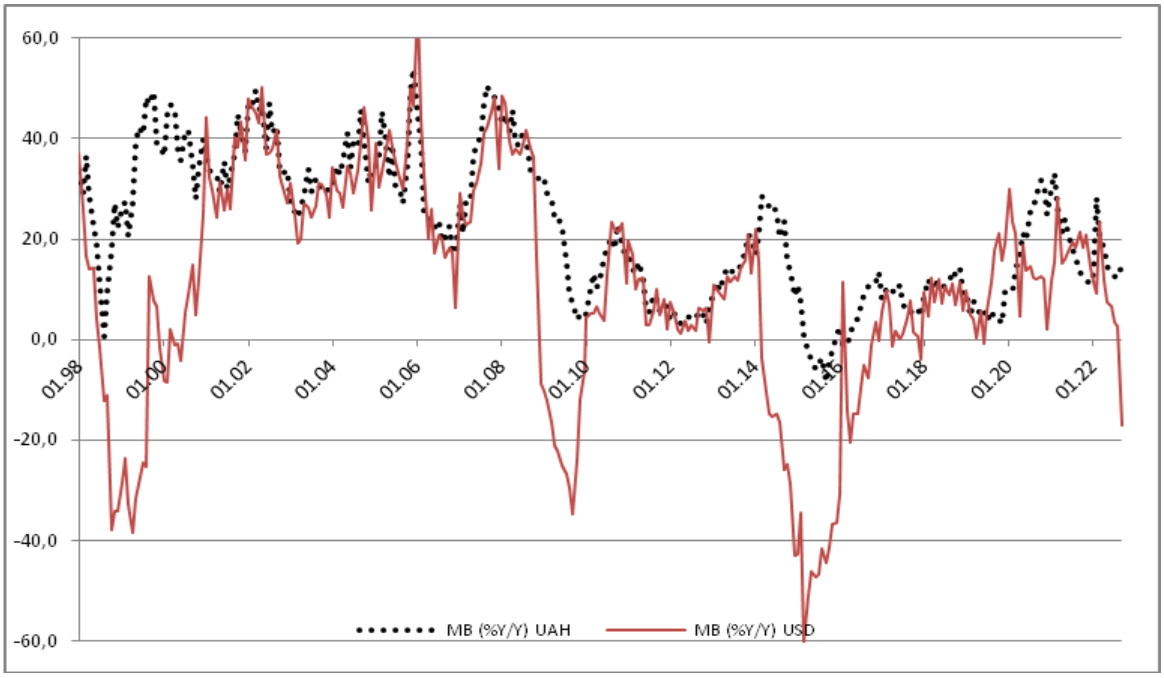

Рис. 1Б. Зміни обсягів грошової бази (МВ) у гривні та дол. США в Україні у 1998–2022 рр., *% Y/Y*

Джерело: складено за даними Національного банку України (https://bank.gov.ua).

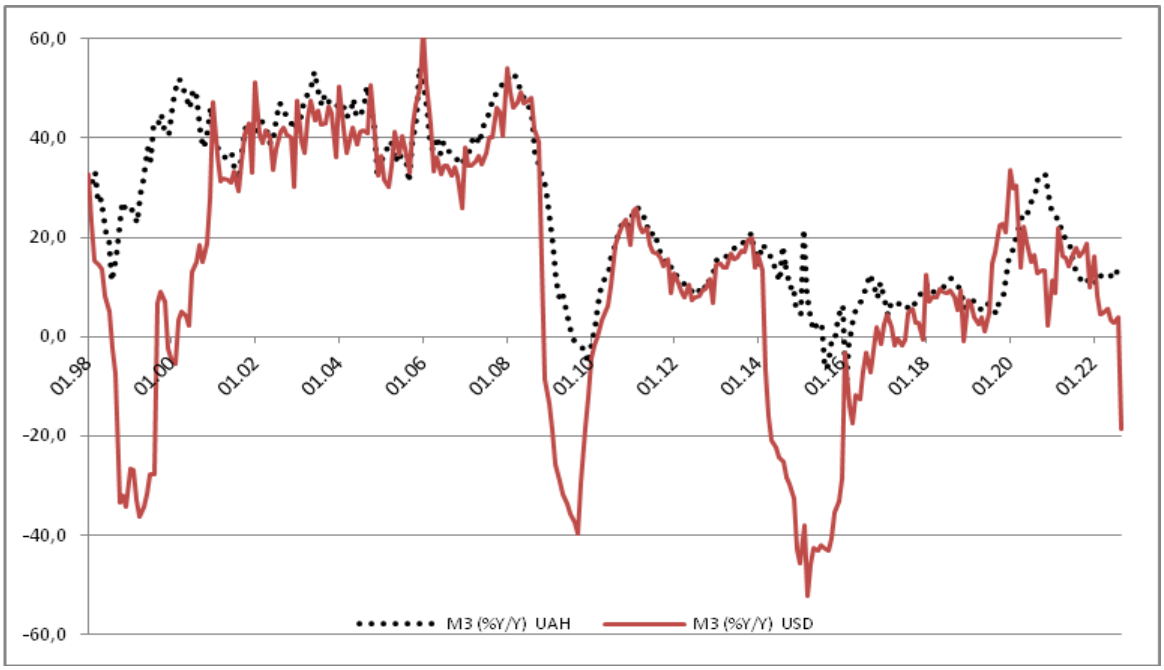

Рис. 2Б. Зміни обсягів грошової маси М3 у гривні та дол. США в Україні у 1998–2022 рр., *% Y/Y*

Джерело: складено за даними Національного банку України (https://bank.gov.ua).

Додаток В

Таблиця

Фінансові потоки між МВФ та Україною (*in SDRs*)

Роки	Загальний рахунок ресурсів		
	Транші		Погашення процентів
	Кредитні транші	Погашення тіла	
2022	1,005,900,000	1,343,539,165	154,188,056
2021	500,000,000	968,539,165	180,081,655
2020	1,500,000,000	788,016,666	194,443,581
2019	0	1,153,001,250	241,445,345
2018	1,000,000,000	1,486,335,000	232,638,588
2017	734,050,000	628,833,750	220,393,516
2016	716,110,000	0	155,497,913
2015	4,728,100,000	968,750,000	106,297,866
2014	2,972,670,000	2,390,625,000	38,583,660
2013	0	3,656,250,000	110,651,324
2012	0	2,234,375,000	198,041,797
2011	0	0	230,042,458
2010	2,250,000,000	0	157,671,211
2009	4,000,000,000	57,283,337	87,374,376
2008	3,000,000,000	215,618,334	8,608,160
2007	0	278,975,000	25,278,365
2006	0	278,974,998	35,979,125
2005	0	202,825,419	34,108,497
2004	0	201,800,002	30,057,314
2003	0	144,516,665	31,075,544
2002	0	140,748,392	42,719,449
2001	290,780,000	361,231,584	68,164,641
2000	190,070,000	643,491,270	92,499,478
1999	466,600,000	407,031,249	80,734,514
1998	281,815,500	77,331,250	84,795,670
1997	207,262,000	0	74,062,799
1996	536,000,000	0	51,289,813
1995	787,975,000	0	27,551,931
1994	249,325,000	0	38,868

Джерело: Transactions with the Fund from May 01, 1984 to October 10, 2022 / IMF. 2023. (https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrans1.aspx?memberKey1=993&endDate=2022-10-10)

Додаток Д

Таблиця

Нормативи обов'язкового резервування НБУ, 2003 р. – травень 2023 р., %

Період	За короткостроковими депозитами нефінансових корпорацій у національній валюті	За короткостроковими депозитами домашніх господарств у національній валюті	За короткостроковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	За довгостроковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств	
					У національній валюті	в іноземній валюті
20.11.2003 – 30.09.2004	**6**	**2**	**10**	**8**	**8**	**12**
	За строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств		За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств		За коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій-нерезидентів та інших фінансових корпорацій-нерезидентів	
	У національній валюті	В іноземній валюті	У національній валюті	В іноземній валюті		
01.10.2004 – 24.12.2004	**7**	**7**	**8**	**8**	-	
25.12.2004 – 31.08.2005	**6**	**6**	**7**	**7**	-	
01.09.2005 – 09.05.2006	**6**	**6**	**8**	**8**	-	
10.05.2006 – 31.07.2006	**4**	**4**	**6**	**6**	-	
01.08.2006 – 30.09.2006	**2**	**3**	**3**	**5**	-	
01.10.2006 – 04.12.2008	**0.5**	**4**	**1**	**5**	-	
05.12.2008 – 04.01.2009	**0**	**3**	**0**	**5**	-	
05.01.2009 – 31.01.2009	**0**	**4**	**0**	**7**	-	
01.02.2009 – 30.06.2011	**0**	**4**	**0**	**7**	**2**	
	За строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств		За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств		За коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій-нерезидентів та інших фінансових корпорацій-нерезидентів	
	У національній валюті	В іноземній валюті	У національній валюті	В іноземній валюті	У національній валюті	В іноземній валюті (крім російських рублів)	У російських рублях
		короткострокові / довгострокові					
01.07.2011 – 29.11.2011	**0**	**6** / **2**	**0**	**8**	**0**	**2**	**2**

30.11.2011 – 30.03.2012	**0**	**7.5**	**2**	**0**	**8**		**0**	**2**	**2**
31.03.2012 – 29.06.2012	**0**	**8**	**2**	**0**	**8.5**		**0**	**2**	**0**
30.06.2012 – 30.06.2013	**0**	**9**	**3**	**0**	**10**		**0**	**3**	**0**
	За строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств			За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств			За коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій-нерезидентів та інших фінансових корпорацій-нерезидентів		
	У національній валюті	В іноземній валюті		У національній валюті	В іноземній валюті		У національній валюті	В іноземній валюті (крім російських рублів)	У російських рублях
		короткострокові	довгострокові		нефінансові корпорації	домашні господарства			
01.07.2013 – 29.09.2013	**0**	**10**	**5**	**0**	**10**	**15**	**0**	**5**	**0**
30.09.2013 – 18.08.2014	**0**	**10**	**7**	**0**	**10**	**15**	**0**	**5**	**0**
19.08.2014 – 30.12.2014	**0**	**10**	**7**	**0**	**10**	**15**	**0**	**5**	**5**
	За строковими депозитами					За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу			
31.12.2014 – 09.03.2020	**3**					**6.5**			
	За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу в національній валюті					За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу в іноземній валюті			
10.03.2020 – 10.01.2023	**0**					**10**			
	За строковими депозитами у національній валюті		За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу в національній валюті			За строковими депозитами в іноземній валюті	За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу в іноземній валюті		
11.01.2023 – 10.05.2023	**0**		**5**			**10**	**15**		
	У національній валюті за депозитами населення зі строком погашення від 93 календарних днів		За строковими коштами і депозитами фізичних осіб із початковим строком погашення до 92 календарних днів (включно) за коштами у національній валюті			У іноземній валюті за депозитами населення зі строком погашення від 93 календарних днів	За строковими коштами і депозитами фізичних осіб із початковим строком погашення до 92 календарних днів (включно) за коштами в іноземній валюті		
11.05.2023	**0**		**20**			**10**	**30**		

Джерело: Рішення Правління НБУ від 24 березня 2023 р. № 115-рш та №926-рш від 12 грудня 2019 р. *Бюлетень НБУ*. Грудень 2015 року;

Додаток Е

Таблиця 1Е

Частка державних банків та банків з державною участю на банківському ринку України та у капіталі банківського сектора (на кінець року), %

Роки	В активах		У кредитному портфелі			У коштах клієнтів			У сукупному статутному капіталі	У власному капіталі	*Довідково*	
	загальних	чистих	загальному	юридичним особам	фізичним особам	загалом	юридичних осіб	фізичних осіб			Кількість діючих банків	Кількість державних банків*
1998	*12,8*		*8,6*			*15,9*					178	2
1999	*12,5*		*8,8*			*14,7*	*9*	*25,2*	5,1	6,4	164	2
2000	*11,9*		*8,8*			*13,5*	*8,1*	*23,3*	5,4	6,7	154	2
2001	*12*		*10,1*			*14,3*	*7,7*	*23*	4,5	6,7	153	2
2002	*12*		*8,3*			*13,8*	*8,8*	*18,9*	4,9	6,6	157	2
2003	***9,5***		***6,8***			***11,6***			5,7	5,4	158	2
2004	*8,0*	*7,7*	*6,7*			*8,2*			6,0	5,4	160	3
2005	*9,4*	*9,3*	*6,6*	*7,3*	*4,2*	*9,1*	*7,8*	*10,5*	9,2	7,4	165	3
2006	*8,9*	*8,9*	*7,5*	*9,2*	*4,0*	*8,0*	*5,9*	*9,8*	6,4	8,6	170	3
2007	*8,0*	*8, 0*	*7,3*	*9,0*	*4,1*	*8,2*	*6,4*	*9,8*	*5,8*	*6,9*	175	3
2008	***11,2***	***11,5***	***9,9***	***13,5***	*3,4*	*8,2*	*6,7*	*9,7*	***20,6***	***16,8***	184	3
2009	***17,2***	***17,1***	***15,5***	***20,2***	***5,7***	***16,3***	***16,2***	***16,4***	***33,3***	***27,4***	182	6
2010	*17,4*	*16,9*	*15,6*	*19,5*	*5,6*	*14,1*	*12,9*	*14,9*	*32,9*	*27,6*	176	6
2011	*17,9*	*17,0*	*16,5*	*20,3*	*5,4*	*14,6*	*15,4*	*14,1*	*33,1*	*27,4*	176	6
2012	*19,2*	*18,3*	*16,0*	*18,8*	*6,0*	*15,4*	*17,8*	*13,9*	*32,9*	*26,0*	175	6
2013	*19,2*	*18,3*	*14,9*	*17,2*	*5,9*	*14,0*	*15,1*	*13,4*	*31,7*	*24,8*	179	8
2014	*23,6*	*21,8*	*18,5*	*21,5*	*6,4*	*17,9*	*21,2*	*15,5*	*33,9*	*28,2*	162	8
2015	*29,3*	*28,0*	*22,8*	*25,7*	*9,0*	*26,1*	*30,4*	*22,3*	*36,7*	*12,7*	119	7
2016	***53,6***	***51,2***	***45,6***	***48,3***	***31,1***	***53,0***	***46,5***	***59,2***	***45,7***	***33,0***	**99**	**7**
2017	*58,3*	*54,3*	*52,1*	*54,2*	*41,4*	*54,4*	*43,9*	*61,8*	*61,9*	*48,5*	84	5
2018	*59,0*	*54,5*	*54,0*	*56,3*	*43,0*	*54,2*	*41,8*	*62,7*	*65,8*	*44,2*	78	5
2019	*60,4*	*55,2*	*55,7*	*58,8*	*43,5*	*55,5*	*47,7*	*61,4*	*65,6*	*45,9*	75	5
2020	*55,9*	*52,5*	*49,6*	*52,7*	*37,8*	*53,4*	*45,9*	*60,0*	*65,5*	*44,9*	74	5
2021	*49,8*	*46,7*	*45,1*	*47,9*	*35,6*	*47,3*	*39,3*	*55,3*	*65,3*	*44,0*	71	4

* З урахуванням банків з державною участю.

Джерело: складено та розраховано автором за даними Національного банку України.

Таблиця 2Е

Частка Укрексімбанку на банківському ринку України та у статутному капіталі банківського сектора (на кінець року), *%*

Роки	В активах		У кредитному портфелі			У коштах клієнтів			У портфелі цінних паперів	У сукупному статутному капіталі	*Довідково*:
	загальних	чистих	загальному	юридичним особам	фізичним особам	загалом	юридичних осіб	фізичних осіб			питома вага іноземної валюти у чистих активах банку, *%*
2003	*3,9*		*3,9*			*3,9*				*3,2*	
2004	*4,1*	*3,9*	*4,5*			*3,5*			*4,8*	*3,2*	
2005	*4,9*	*4,9*	*5,2*	*6,7*	*0,3*	*3,5*	*4,7*	*2,4*	*3,7*	*4,6*	
2006	*5,4*	*5,5*	*5,7*	*8,1*	*0,5*	*3,8*	*4,9*	*2,8*	*5,7*	*3,5*	
2007	*4,7*	*4,8*	*5,2*	*7,7*	*0,7*	*3,8*	*4,4*	*3,2*	*4,8*	*3,5*	
2008	*5,1*	*5,2*	*5,2*	*7,7*	*0,8*	*4,3*	*5,0*	*3,5*	*4,7*	*3,7*	
2009	*6,3*	*6,5*	*6,7*	*9,6*	*0,6*	*5,6*	*7,7*	*4,2*	*6,8*	*8,4*	*50,5*
2010	*7,4*	*7,8*	*6,9*	*9,4*	*0,6*	*6,2*	*9,1*	*4,5*	*13,1*	*11,2*	*44,8*
2011	*7,0*	*7,1*	*6,5*	*8,5*	*0,5*	*6,0*	*8,5*	*4,4*	*18,6*	*9,6*	*38,3*
2012	*7,7*	*7,8*	*6,0*	*7,6*	*0,5*	*7,5*	*12,8*	*4,3*	*21,0*	*9,3*	*46,7*
2013	*7,4*	*7,4*	*5,6*	*6,9*	*0,4*	*6,1*	*9,8*	*3,9*	*25,5*	*9,0*	*45,7*
2014	*10,0*	*9,6*	*7,2*	*8,9*	*0,6*	*8,4*	*12,9*	*5,2*	*30,1*	*9,3*	*57,1*
2015	*11,8*	*11,3*	*9,4*	*11,2*	*0,7*	*10,2*	*14,8*	*6,1*	*30,1*	*10,2*	*64,6*
2016	*11,9*	*12,6*	*10,1*	*11,8*	*0,8*	*9,7*	*14,0*	*5,6*	*20,2*	*9,9*	*61,4*
2017	*12,0*	*12,7*	*10,9*	*12,8*	*0,8*	*9,5*	*13,3*	*5,2*	*14,5*	*7,9*	*59,4*
2018	*12,0*	*11,8*	*12,0*	*14,3*	*1,0*	*8,3*	*11,0*	*5,1*	*12,7*	*8,3*	*59,2*
2019	*10,2*	*9,4*	*10,6*	*13,0*	*0,9*	*6,9*	*8,0*	*4,7*	*8,3*	*8,2*	*51,8*
2020	*11,2*	*10,6*	*10,1*	*12,5*	*1,1*	*8,3*	*10,8*	*4,2*	*12,7*	*9,5*	*44,1*
2021	*8,9*	*9,4*	*8,1*	*10,4*	*0,6*	*7,9*	*10,5*	*3,7*	*9,0*	*9,5*	*42,2*

Джерело: складено та розраховано автором за даними Національного банку України.

Таблиця 3Е

Частка Ощадбанку на банківському ринку України та у статутному капіталі банківського сектора (на кінець року), *%*

Роки	В активах		У кредитному портфелі			У коштах клієнтів			У портфелі цінних паперів	У сукупному статутному капіталі	*Довідково*: питома вага іноземної валюти у чистих активах банку, *%*
	загальних	чистих	загальному	юридичним особам	фізичним особам	загалом	юридичних осіб	фізичних осіб			
2000	5,7		3,1			8,1	1,8	*19,4*		*2,6*	
2001	6,3		4,8			9,4	2,2	*18,9*		*2,2*	
2002	**6,8**		**3,7**			**9,4**	**4,1**	***14,7***		*1,7*	
2003	5,6		2,9			7,8				*2,5*	
2004	3,9	3,8	2,2			4,7			*4,1*	*2,6*	
2005	4,5	4,4	1,4	0,6	3,9	5,6	3,1	*8,2*	*0,7*	*4,4*	
2006	3,4	3,4	1,8	1,0	3,5	4,2	1,0	*7*	*2,3*	*2,7*	
2007	3,2	3,2	2,1	1,3	3,4	4,4	1,9	*6,6*	*4,0*	*2,2*	
2008	6,0	6,2	4,7	5,9	2,6	3,9	1,7	*6,2*	*2,8*	*16,8*	
2009	6,4	6,9	6,1	7,9	2,5	7,0	7,0	*7*	*24,0*	*11,7*	*9,0*
2010	5,9	6,3	6,0	7,4	2,4	5,6	3,0	*7,1*	*13,1*	*9,5*	*7,5*
2011	6,8	7,0	7,2	8,9	2,3	7,4	6,2	*8,1*	*16,0*	*8,4*	*19,4*
2012	7,7	7,6	7,4	8,8	2,5	6,6	4,2	*8,1*	*14,5*	*8,8*	*19,5*
2013	8,3	8,1	7,0	8,2	2,4	6,6	4,0	*8,1*	*26,3*	*8,6*	*23,2*
2014	10,2	9,7	8,9	10,6	2,3	7,7	6,4	*8,7*	*24,6*	*10,2*	*28,4*
2015	13,0	12,7	10,7	12,2	3,4	12,3	11,0	*13,5*	*32,7*	*14,0*	*30,7*
2016	14,8	16,5	11,3	12,7	3,8	16,8	17,7	*15,9*	*28,5*	*11,1*	*42,5*
2017	15,8	17,3	12,0	13,5	4,1	15,9	10,9	*18*	*25,8*	*9,0*	*38,9*
2018	15,0	16,0	11,5	13,0	4,5	15,7	9,7	*18,6*	*24,2*	*10,6*	*40,3*
2019	15,9	16,8	11,9	13,5	5,3	18,1	15,6	*19*	*19,6*	*10,5*	*42,6*
2020	12,2	12,9	9,3	10,1	6,2	13,4	8,6	*18,4*	*14,1*	*10,3*	*27,8*
2021	10,6	11,5	8,2	8,6	6,9	12,3	8,4	*16,7*	*13,2*	*10,3*	*20,1*

Джерело: складено та розраховано автором за даними Національного банку України.

Таблиця 4Е

Окремі показники діяльності ПриватБанку, *млн грн*

Показник	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Процентні доходи	32 256	33 079	23 037	30 769	33 841	33 563	35 854
у тому числі від операцій з цінними паперами						13 277	15 267
Процентні витрати	28 046	29 066	18 374	14 002	14 174	11 961	6 537
Чистий процентний дохід	4 210	4 013	4 663	16 767	19 667	21 602	29 317
Комісійні доходи	6 043	10 968	14 610	19 590	24 575	27 649	35 057
Комісійні витрати	1 717	2 205	3 017	4 402	6 386	8 888	11 840

Закінчення табл. 4Е

Показник	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Чистий комісійний дохід	4 326	8 763	11 593	15 188	18 189	18 761	23 217
Торговельний дохід	7 096	2 916	2 163	67	7 588	11 696	-3 390
Інший дохід	245	2 214	1 868	1 469	2 192	1 404	1 793
Усього доходи	15 877	17 906	20 287	33 491	47 635	53 463	50 937
Загальні адміністративні витрати	8 181	9 287	22 934	13 543	14 662	18 597	21 569
у тому числі заробітна плата персоналу	2 320	2 625	3 462	4 417	5 639	6 334	6 760
Чисті витрати на формування резервів	7 440	144 446	20 298	7 159	364	9 565	-5 699
Прибуток (збиток) до оподаткування	256	**-135 827**	**-22 946**	12 789	32 609	25 300	35 067
Витрати на податок на прибуток	40	-518	20	-9		-5	17
Прибуток (збиток) після оподаткування	*216*	***-135 309***	**-22 965**	12 798	32 609	25 305	35 050
Непрацюючі кредити			236 211	244 824	239 197	181 196	174 533
Частка непрацюючих кредитів у кредитному портфелі, *%*			87,64	83,35	78,38	73,95	69,92

Джерело: складено та розраховано автором за даними Національного банку України.

Таблиця 5Е

Дивіденди, сплачені банками державі за 2010–2021 рр., *млн грн*

Роки	Укрексімбанк	Ощадбанк	ПриватБанк	Усього
2010		207,8		207,8
2011		138,2		138,2
2012		151,3		151,3
2013	46,1	198,8		244,9
2014	100,3	213,0		313,3
2017		139,2		139,2
2018	588,0	167,6		755,6
2019	767,1	48,7	11 518	12 333,8
2020	19,1	76,6	24 457	24 552,6
2021		832,9	19 442	20 274,9
Усього	**1 521**	**2 174**	**55 417**	**59 111,6**

Джерело: річні звіти банків.

Таблиця 6Е

Структура пільгових кредитів за Програмою «Доступні кредити 5–7–9%»

	Напрями кредиту-вання / групи банків	Обсяги кредитів за Програмою станом на 01.01.23, млн грн	зокрема		Структура кредитів за напрямами та групами банків, %		
			до 24.02.22	з 24.02.22	на 01.01.23	до 24.02.22	з 24.02.22 по 31.12.22
1.	**Інвестиційні кредити – усього**	**10 302**	**9 657**	**645**	**6,2**	**10,8**	**0,8**
	банки з державною часткою	7 235	6 662	572	70,2	69,0	88,8
	банки з іноземним капіталом	1 547	1 521	26	15,0	15,8	4,0
	приватні банки	1 520	1 474	46	14,8	15,3	7,2
2.	**Антикризові кредити – усього**	**60 480**	**55 056**	**5 424**	**36,5**	**61,4**	**7,1**
	банки з державною часткою	18 911	16 447	2 464	31,3	29,9	45,4
	банки з іноземним капіталом	29 808	28 278	1 530	49,3	51,4	28,2
	приватні банки	11 761	10 332	1 430	19,4	18,8	26,4
3.	**Кредити рефінансування**	**30 396**	**24 908**	**5 488**	**18,3**	**27,8**	**7,2**
	банки з державною часткою	3 979	3 538	441	13,1	14,2	8,0
	банки з іноземним капіталом	16 929	14 378	2 550	55,7	57,7	46,5
	приватні банки	9 488	6 992	2 497	31,2	28,1	45,5
4.	**Кредити для с/г виробників**	**25 744**	**0**	**25 744**	**15,5**	**0,0**	**33,8**
	банки з державною часткою	17 182	0	17 182	66,7	0,0	66,7
	банки з іноземним капіталом	4 714	0	4 714	18,3	0,0	18,3
	приватні банки	3 847	0	3 847	14,9	0,0	14,9
5.	**Кредити на антивоєнні цілі**	**38 847**	**0**	**38 847**	**23,4**	**0,0**	**51,0**
	банки з державною часткою	18 957	0	18 957	48,8	0,0	48,8
	банки з іноземним капіталом	10 777	0	10 777	27,7	0,0	27,7
	приватні банки	9 112	0	9 112	23,5	0,0	23,5

Закінчення табл. 6Е

	Напрями кредиту-вання / групи банків	Обсяги кредитів за Програмою станом на 01.01.23, млн грн	зокрема		Структура кредитів за напрямами та групами банків, %		
			до 24.02.22	з 24.02.22	на 01.01.23	до 24.02.22	з 24.02.22 по 31.12.22
	УСЬОГО	**165 769**	**89 621**	**76 148**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
	банки з державною часткою	66 264	26 647	39 617	40,0	29,7	52,0
	банки з іноземним капіталом	63 775	44 177	19 598	38,5	49,3	25,7
	приватні банки	35 730	18 797	16 932	21,5	21,0	22,2

Джерело: складено за даними Фонду розвитку підприємництва.

Додаток Ж

Таблиця

Зміни в політиці фінансування МСП під час глобальних криз

	Глобальна фінансова криза 2009–2012 рр.	**Проміжний період (2013–2019 рр.)**	**Криза COVID-19 (2020 р.)**	**Фаза відновлення (2021 – п.р.)**
Бенефі-ціари	Широке коло МСП	Інноваційні фірми; стартапи; жіноче підприємництво.	МСП у проблемних секторах, а також самозайняті особи та підприємці. Життєздатні МСП	Життєздатні МСП та інноваційні фірми, стартапи, відстаючі регіони, жіноче підприємництво, самозайняті особи
Мета	Антициклічна підтримка для забезпечення безперервного доступу МСП до фінансування (особливо позики)	Заходи та політика щодо усунення структурних обмежень для доступу МСП до фінансування	Скорочення операційних витрат МСП; для забезпечення швидкої ліквідності, збільшення доступу до додаткового фінансування (особливо кредитів)	Структурна підтримка фінансування малого та середнього бізнесу з акцентом на цифровізації, екологізації, навичках та інноваціях
Основні інстру-менти фінансу-вання	Кредитні гарантії. Прямі позики. Кредитне посередництво	Кредитні гарантії. Розвиток альтернативних джерел фінансування (фонди, спільні інвестиції)	Кредитні гарантії. Відстрочення платежу. Пряме кредиту-вання. Дотації та субсидії	Кредитні гарантії. Інструменти акціонерного капіталу. Квазіакціонерний капітал. Гранти та субсидії (для досягнення структурних цілей)
Посеред-ники	Державні банки та наднаціональні фінансові установи. Приватні банки (заохочуються гарантіями)	Приватні банки (стимулюються державними гарантіями). Державні фінансові установи. Бізнес-ангели. Венчурні компанії. Фінансова технічна допомога	Приватні банки (заохочуються державними гарантованими позиками). Державні банки (пряме кредитування; мораторій на заборгованість). Наднаціональні фінансові установи (кредитні механізми та механізми акціонерного капіталу)	Приватні банки (розширення державних гарантованих позик). Наднаціональні фінансові установи. Державні банки. Венчурний капітал (зокрема на більш пізніх стадіях і в технологічних секторах)

Закінчення табл.

	Глобальна фінансова криза 2009–2012 рр.	**Проміжний період (2013–2019 рр.)**	**Криза COVID-19 (2020 р.)**	**Фаза відновлення (2021 – п.р.)**
Регуляторні зміни	Жорсткі регуляторні зміни для підвищення стабільності фінансового сектора	Продовження жорсткої політики для приватних банків (Базель III). Поява інноваційних центрів для підтримки Fintech)	М'яка монетарна політика, для швидкого надання ліквідності. Сильна банківська система завдяки Базелю III	Більш інноваційне регулювання (Regtech) для полегшення доступу МСП до фінансування

Джерело: Financing SMEs and Entrepreneurs 2022 / OECD Scoreboard. P. 55.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

Adrian T., Gopinath G., Pazarbasioglu C. Navigating Capital Flows - An Integrated Approach. *IMF blog*. 2020. URL: https://blogs.imf.org/2020/12/09/navigating-capital-flows-an-integrated-approach/

Adrian T., Weeks-Brown R.. Cryptoassets as National Currency? A Step Too Far. *IMF blog*. 2020. URL: https://blogs.imf.org/2021/07/26/cryptoassets-as-national-currency-a-step-too-far/

Adrian, T., & Mancini-Grifoli, T. A new era of digital money. *Finance & Development*. 2021, June.

Agarwal R. Industrial policy and the growth strategy trilemma. *IMF Blog*. 2023. URL: https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/Series/Analytical-Series/industrial-policy-and-the-growth-strategy-trilemma-ruchir-agarwal

Aizenman J., Chinn M., Ito H. Notes on the Trilemma Measures. 2016. URL: http://web.pdx.edu/~ito/ReadMe_trilemma_indexes2014.pdf

Amadeo K., Boyle M. Explaining Quantitative Easing. *The Balance*. 2021, May 21. URL: https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-definition-and-explanation-3305881

Attout A., Baldini A., Schmidt V., Zwart S. Is crowding out of private sector credit inhibiting Africa's growth? / European Investment Bank. 2022. URL: https://data.europa.eu/doi/10.2867/041314

Ball L.M., Sheridan N. Does inflation targeting matter? *The inflation-targeting debate*. University of Chicago Press, 2004. P. 249–282.

Barnett W., Ghosh T., Adil M. Is money demand really unstable? Evidence from Divisia monetary aggregates. *Economic Analysis and Policy*. 2022. Vol. 74. P. 606–622.

Bechara M., Bossu W., Liu Y., Rossi A. The Impact of Fintech on Central Bank Governance. URL: https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2021/08/24/The-Impact-of-Fintech-on-Central-Bank-Governance-463625

Belongia M., Ireland P. Interest rates and money in the measurement of monetary policy. *Journal of Business & Economic Statistics*. 2015. Vol. 33, No. 2. P. 255–269.

Bergsten C., Gagnon J. Currency Conflict and Trade Policy: A New Strategy for the United States. *Currency conflict and trade policy: A new strategy for the United States*. Columbia University Press, 2017.

Bhatt G. New worries for central bankers. *Finance & Development*. 2023, March.

Bindseil U. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. *ECB Working Papers*. 2004. No. 72. 46 p.

Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy. What Have We Learned? Macroeconomic Policy After the Crisi / International Monetary Fund. 2010. SPN/10/03.

Buffie E. F., Airaudo M., & Zanna, F. Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries. *Journal of International Money and Finance*. 2018. Vol. 81. P. 159–184.

Bullard J.B. The Fed's New Monetary Policy Framework One Year Later. *The Regional Economist*. 2021. URL: https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2021/fed-monetary-policy-framework

Cassim Z. et al. The $10 trillion rescue: How governments can deliver impact / McKinsey & Company. 2020. URL: https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/the-10-trillion-dollar-rescue-how-governments-can-deliver-impact

Chen M. W., et. al. Global economic recovery 10 years after the 2008 financial crisis. *IMF Working Paper* 2019. No. WP/19/83.

Clement D. Interview with Robert Solow. The Region / Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2002, September. P. 24–34.

Clift B. The hollowing out of monetarism: The rise of rules-based monetary policy-making in the UK and USA and problems with the paradigm change framework. *Comparative European Politics*. 2020. Vol. 18, No. 3. P. 281–308.

Collins C., Gagnon J. Currency Manipulation Continues to Decline / Peterson institute for international economics. 2019. URL: https://www.piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/currency-manipulation-continues-decline

Cornish L. Interactive: Who's funding the COVID-19 response and what are the priorities? *Devex*. June 1, 2021. URL: https://www.devex.com/news/interactive-who-s-funding-the-covid-19-response-and-what-are-the-priorities-96833

Dalio R. Why and how capitalism needs to be reformed. *Economic Principles*. 2019, April 5.

Dery C., Serletis A. Interest rates, money, and economic activity. *Macroeconomic Dynamics*. 2021. Vol. 25, No. 7. P. 1842–1891.

Dikau S., Volz U. Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. *Ecological Economics*. 2021. Vol. 184.

Eichengreen B. 1. The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes. Princeton University Press, 2021. P. 3–33.

Friedman M. Dollar and deficits. Prentice-Hall, 1968. 279 p.

Gagnon J. Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy. Peterson Institute, 2011.

Gaspar V., Medas P., Perrelli R. Riding the Global Debt Rollercoaster. *IMF Blog*. 2022, December 12.

Ghosh J. The frickle charms of private global finance. Project Syndicat, 2021. URL: https://www.project-syndicate.org/

Goldberg L., Krogstrup S. International capital flow pressures. *National Bureau of Economic Research Working Paper.* 2018. No. w24286. 60 p.

Hansen A.H. Business Cycles and National Income. New York: W.W. Norton and Company, 1951. 639 p.

Heider F., Saidi F., Schepens G. Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *The Review of Financial Studies*. 2019. Vol. 32. No. 10. P. 3728–3761.

Hernandez de Cos P. The inflationary episode in the euro area and the ECB's monetary policy normalisation process. Institut d'Economia de Barcelona (IEB) 20th Anniversary - «20 years identifying problems and finding solutions». 2022, 31 May. URL: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/IIPP-2022-05-31-hdc-2-en.pdf

Hu Y. Empirical investigations of inflation targeting. *IMF Working Paper*. 2003. No. WP 03-6. 42 p.

Hurduzeu G. et al. The Interplay between Digitalization and Competitiveness: Evidence from European Countries. *Societies*. 2022. Vol. 12. No. 6. P. 157.

Ikonen P. Financial depth, debt, and growth / Bank of Finland. No. E:51. Helsinki, 2017. URL: https://nbn-resolving.de/urn:NBN:fi:bof-201705171300

Jahan S., & Papageorgiou C. What is monetarism. *Finance and Development.* 2014. Vol. 51, No. 1. P. 38–39.

Kaminsky G. Boom-bust capital flow cycles. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2019. No. w25890. 21 p.

King M. The inflation target five years on. Lecture delivered at the London Schools of Economics, 1997, 29 October.

KOF Globalisation Index. URL: https://kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html

Koss T. What is the role of the central bank of the future. *EY.* 2021, June 22. URL: https://www.ey.com/en_gl/eu-institutions/what-is-the-role-of-the-central-bank-of-the-future

Krugman P. Wonking out: How low must inflation go. *The New York Times*. 2022, June 3.

Kurov A. The Fed has to choose between generational inflation or the first banking crisis since 2008, finance professor says. *Fortune*. 2023, March, 20.

Lane P. Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions. Speech of the Executive Board of the ECB, at the Economics Department and IM-TCD, Trinity College. Dublin. 2020, 26 November. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201126~c5c1036327.en.html

Mathai K. What is monetary policy. *Finance & Development.* 2009. Vol. 46. P. 46–47.

Mohanty M.S., Scatigna M. Has globalisation reduced monetary policy independence. *BIS Papers*. 2005. Vol. 23. P. 17–58.

Nagel J. The role of central banks in the digital transformation of financial markets. *EY*. 2022, May 9.

National Savings and Investments Annual Report and Accounts and Product Accounts 2022–23. 2023. URL: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1166568/NS_I_Annual_Report_2022_23_digital_final.pdf

Philip R. Lane Globalisation and monetary policy. Speech by the Member of the Executive Board of the ECB, at the University of California. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191001~b4d59257ea.en.html

Rey H. 2013. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence / Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium. P. 285–333.

Rogoff K. Deglobalization will hurt growth everywhere. *The Guardian*. 2020. URL: https://www.theguardian.com/business/2020/jun/04/deglobalisation-will-hurt-growth-everywhere

Shapoval, Y., et. al. Financial depth-economic growth nexus in Ukraine. Kharkiv: PC Technology center, 2022. 192 p. http://doi.org/10.15587/978-617-7319-61-9

The inflation-targeting debate / Bernanke B.S., Woodford M. eds. University of Chicago Press, 2005. Vol. 32.

Vlados C. The phases of the postwar evolution of capitalism: The transition from the current crisis into a new worldwide developmental trajectory. *Perspectives on Global Development and Technology.* 2019. Vol. 18, Is. 4. P. 457–488.

Walsh C. Goals and rules in central bank design. *International Journal of Central Banking*. 2015. Vol. 11, No.1. P. 295–352.

What is monetary policy? / ECB. 2015. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html

Адамик Б. П. Монетарна політика Національного банку та її вплив на рівень інфляції в Україні. *Світ фінансів*. 2017. № 2 (15). С. 27–32.

Бланшар О. Макроэкономика / пер. с англ.; науч. ред. перевода Л.Л. Любимов. Москва: ВШЭ, 2015. С. 619–620.

Богдан Т. Скільки коштує бюджету висока облікова ставка Національного банку? *LB.UA*. 25.11.2022. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/537081_skilki_koshtuie_byudzhetu_visoka.html

Борзенко О. Структурні деформації на світових фінансових ринках після 90-х років XX століття: монографія. Вінниця: ТОВ «ТВОРИ», 2019. 448 с.

Бублик Є. О. Фінансова відкритість транзитивних економік / НАН України; ДУ «Ін-т. екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2020. 324 с.

Бублик Є. Структурно-функціональна деформація фінансового сектора в економіці України. *Економіка і прогнозування.* 2018. № 2. С. 48–61. https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048

Бублик Є.О. Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи посткризового розвитку : монографія / НАН України, ДУ «Ін-т. екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2011. 220 с.

Брус С. І., Бублик Є.О. Зменшення обсягів проблемних кредитів в Україні в умовах обмеженого інструментарію. *Фінанси України*. 2017. № 7. С. 76–90.

Брус С.І. Діяльність банків як зберігачів і реєстраторів на фондовому ринку України. *Економіка і прогнозування*. 2006. С. 117–126.

Брус С.І. Ринок банківських послуг населенню: криза довіри, її наслідки і перспективи подолання. *Економіка і прогнозування*. 2012. С. 51–66.

Гаркавенко В.І. Валютна лібералізація: доцільність та своєчасність. *Наукові праці НДФІ*. 2018. Вип. 2. С. 41–44. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npndfi_2018_2_10

Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив іноземного капіталу на економічний розвиток України. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 1. С. 47–62

Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. Очищення» банківського сектору в Україні: ціна для суспільства та держави. *Український соціум*. 2017. № 1(60). С. 108–123.

Груй А. Монетарна політика з точки зору економіста Національного банку України. *Експертна платформа.* 2020. URL: https://expla.bank.gov.ua/expla/news_0176.html

Данилишин Б. Монетаризм і роль центральних банків: від загальносвітових теорій до української практики. *Дзеркало тижня*. *Україна.* 2017, 4–10 лютого. № 4.

Дробязко А. О., Любіч О.О. Аналіз тенденцій банківського фінансування економіки України у 2021 році. *Фінанси України.* 2021. № 9. С. 36–52. https://doi.org/10.33763/finukr2021.09.036

Дробязко А.О. Ринкові трансформації у банківському секторі України: погляд крізь призму «неекономічної» політики. *Економіка і прогнозування.* 2021. № 2. С. 85–99. https://doi.org/10.15407/eip2021.02.085

Індустрія фінансових послуг в умовах «нової реальності»: монографія / за ред. д-ра екон. наук, проф. Н.М. Шелудько; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2021. 142 с. URL: http://ief.org.ua/docs/mg/357.pdf

Козьменко С.М., Савченко Т.Г. Формування експліцитного правила монетарної політики для національної економіки. *Вісник Національного банку України*. 2013. № 4. С. 51–54.

Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. 308 с.

Кораблін С., Шумська С. Структурна вразливість та фінансова нестабільність України: глобальний контекст. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 4. С. 7–37.

Кривов'язюк І.В. Стагнація біржового ринку цінних паперів України: чи є перспективи зростання? *Економічний форум*. 2021. № 1. С. 176–183. https://doi.org/10.36910/6775-2308-8559-2021-1-22

Кричевська Т.О. Причини вразливості та стійкості конвенційного монетарного режиму–гнучкого інфляційного таргетування. *Бізнес Інформ*. 2019. №. 11. С. 67–76.

Кустовська О.В. Методологія системного підходу та наукових досліджень.Тернопіль: Економічна думка, 2005. С. 5–15.

Лепушинський В. 200 мільярдів у депозитних сертифікатах НБУ: чи можна використати «зайві» гірші банків. *Економічна правда*. 11 липня 2022. URL: https://www.epravda.com.ua/authors/58f7489c88f15/

Мельник О. І., Капітан І. М. Сучасні тенденції розвитку фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2019. № 11. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=7462 (дата звернення – 17.04.2023). DOI: 10.32702/2307-2105-2019.11.58

Михальський Ю.А. Поняття грошово-кредитної політики. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Право*. 2017. Вип. 46, Т. 1. С. 171–173.

Національний банк та ЄБРР підписали договір про валютний своп на 0,5 млрд дол. США. Пресреліз НБУ. 7 травня 2020. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ta-yebrr-pidpisali-dogovir-pro-valyutniy-svop-na-05-mlrd-dol-ssha

Петрик О. та ін. Інфляція та інфляційні очікування в умовах суттєвих невизначеностей. *Socio-economic relations in the digital society*. 2018. № 3 (33). С. 17–24.

Пишний А.Г. Дисертація з права – Правовий статус державних банків в Україні. 2008. URL: http://mego.info/матеріал/дисертація-з-права-правовий-статус–державних–банків–в-україні-пишний–андрій-григорович-2008

Річні звіти Національного банку України URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini

Савченко А., Семенова Ю. Інфляційне таргетування та перспективи його запровадження в Україні. *Економіка України*. 2008. № 7. С. 46–56.

Савчук С. Ринок небанківських фінансових послуг після війни. *Економічна правда*. 25.05.2022. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2022/05/25/687455/

Сіденко В.Р. Важкі дилеми оновлення глобальної інституційної архітектоніки. *Економіка України*. 2017. №. 4. С. 6.

Статистика зовнішнього сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external

Статистика фінансового сектора / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/statistic

Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / [О.І.Барановський, В.Г.Барановська, Є.О.Бублик та ін.]; за ред. д-ра екон. наук. О.І.Барановського ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – 492 с/

Стратегія Національного банку України. Програма дій 2020 / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-natsionalnogo-banku-ukrayini-programa-diy-2020

Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності: наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. 148 с. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvannikorporatyvnoho-biznesu.pdf

Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України / за ред. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2019. URL: http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf

Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2023. URL: http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/8/Finansy-pidpryiemstv-Ukrainy-pidchas-vijny.pdf

Шпанель-Юхта О. Особливості банківського кредитування в умовах війни. *Економіка та суспільство.* 2022. №. 45.

Наукове видання

Бублик Євген Олександрович
Дробязко Анатолій Олександрович
Брус Світлана Іванівна
Єршова Галина Віталіївна
Шаповал Юлія Ігорівна
Шпанель-Юхта Олексій Ігорович
Гаркавенко Валентина Іванівна
Лопатенко Дар'я Борисівна
Бридун Ігор Євгенович

ЕФЕКТИВНІСТЬ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ

Колективна монографія

Редактори *І.І. Бажал, А.К. Кокошко*
Оригінал-макет *С.В.Чимбай*

Підписано у світ 07.12.2023 р.
Об'єм даних 3,81 Мб

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011
тел. (044) 254-20-36, факс (044) 280-88-69
E-mail: eip@ief.org.ua