



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027>

УДК 336.781.5: 336.027

JEL: G28, G24

В.І. ГАРКАВЕНКО,

науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна

e-mail: gvi1953@ukr.net

ORCID: <https://orcid.org/0009-0004-6869-6144>

Г.В. ЄРШОВА, канд. екон. наук,

старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна

e-mail: galina_yershova@ukr.net

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8807-130X>

ПРОЦЕНТНА ПОЛІТИКА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ЕКОНОМІКУ КРАЇНИ

Проаналізовано основні тенденції у політиці процентних ставок розвинутих країн, зроблено висновок, що підходи до процентної політики, які виявляються ефективними в одному макроекономічному середовищі, можуть мати непередбачені наслідки в іншому. Досліджено процентну політику НБУ протягом 2013—2023 рр., охарактеризовано основні етапи її змін. На основі аналізу значного масиву як статистичної, так і аналітичної інформації зроблено висновки щодо ефективності процентної політики НБУ на різних етапах економічного розвитку України, визначено її вплив на стабільність державних фінансів і загальну макроекономічну ситуацію в країні.

Ключові слова: процентна політика; облікова ставка; депозитні сертифікати; ОВДП.

Ц и т у в а н н я: Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Процентна політика Національного банку України та її вплив на економіку країни. *Економіка України*. 2023. № 11. С. 27—51. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2023. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

Процентна політика центрального банку (ЦБ) є одним з класичних інструментів монетарного регулювання економіки, який безпосередньо впливає на її стан. Вона регулює попит і пропозицію на гроші завдяки визначенню облікової ставки НБУ та інших процентних ставок за його операціями¹. За рахунок коригування процентної політики (зокрема, встановлення рівня облікової ставки) НБУ впливає на процентні ставки на фінансовому ринку, тим самим формуючи передумови для перерозподілу капіталу між різними сегментами ринку, підігриваючи або знижуючи сукупний попит на гроші.

Так, політика ЦБ, спрямована на утримання низьких процентних ставок, яка в науковій літературі дістала назву «політика дешевих грошей» [1], підтримує насичення ринку дешевим фінансовим ресурсом, який завдяки доступності стимулює ділову активність у країні, сприяє підвищенню її інвестиційного розвитку. Водночас така політика при неузгодженості з іншими макроекономічними тенденціями може призвести до зростання цін і «перегріву» економіки, що спричинить зниження її ефективності й створить передумови для кризових явищ у її окремих сегментах.

У свою чергу, політика центрального банку, спрямована на утримання високих процентних ставок («політика дорогих грошей»), поперше, слугує індикатором високого рівня інфляції і економічної нестабільності в країні, по-друге, має на меті скорочення пропозиції грошей, уповільнення темпів зростання грошової маси в обороті, а також стримування зростання інфляції у країні. Подорожчання ресурсів призводить до зниження ділової та інвестиційної активності суб'єктів господарювання, що в підсумку спричиняє уповільнення економічного розвитку країни [2]. Процентну політику ЦБ обумовлено як впливом загально-економічних тенденцій у економіці, так і тенденціями на фінансовому ринку, необхідністю його регулювання [3].

Про ефективність застосування процентної політики говорить досвід високорозвинутих країн, регулятори яких активно використовували її для досягнення бажаних цільових орієнтирів. Утім у світовій практиці є і непоодинокі приклади, коли саме процентна політика ЦБ призводила до вкрай негативних тенденцій у економіці країни. Таким чином, пошук балансу в проведенні процентної політики є актуальним для всіх центральних банків світу і наукової спільноти. Про це говорить і велика кількість наукових праць, присвячених питанню процентної політики як центрального, так і комерційних банків, тим більше, що воно є надзвичайно складним і багатогранним. Вплив процентної політики на розвиток економіки країни був предметом дослідження багатьох дослідників, зокрема, таких видатних економістів, як Дж.М. Кейнс [4], Б. Едвардс [5], П. Роуз [6] та інші. Дослідженню питання процентної політики як центрального, так і комерційних

¹ Про затвердження Положення про процентну політику НБУ. Постанова правління НБУ № 277 від 21.04.2016 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16#Text>

банків присвячено низку праць вітчизняних авторів — В. Лагутіна [7], О. Дзюблюка [8], А. Сомика [9], С. Савлука [2], Н. Заболотної [10] та інших. Не оминули увагою це питання й офіційні публікації Міжнародного валютного фонду^{2,3} і Європейського центрального банку⁴ тощо.

Отже, **мета статті** — проаналізувати процентну політику Національного банку України і визначити її вплив на економіку України.

Монетарна політика інфляційного таргетування, що застосовується багатьма країнами світу, показала, що вона не завжди дозволяє контролювати інфляцію. Особливо це виявляється в умовах інфляції, спричиненої зростанням витрат і ніяким чином не пов'язаною з підвищенням попиту. На наш погляд, така політика доцільна для контролю сукупного попиту. Більше того, як зазначають окремі фахівці МВФ у своїх наукових працях⁵, підвищення процентних ставок для боротьби з інфляцією загрожує дестабілізацією фінансових ринків, адже неспроможність реагувати на шоки пропозиції шляхом ужиття заходів щодо скорочення попиту може дестабілізувати фіксацію інфляційних очікувань і завадити центральному банку досягти його цілей у майбутньому. Саме тому ЦБ необхідно порівнювати користь від стримування інфляції з втратами від пригнічування економічного зростання.

Варто зазначити, що характерною особливістю сучасної грошово-кредитної політики провідних країн світу є політика від'ємних процентних ставок, яку після кризи 2008 р. запровадили центральні банки багатьох країн (держави єврозони, а також Данія, Швеція, Швейцарія, Японія) за залученими ними депозитами комерційних банків. Основна відмінність цього інструменту від класичної процентної ставки полягає в тому, що остання, яка таргетується ЦБ, встановлюється за обов'язковими резервами, а не добровільними операціями банків з центральним банком (у випадку України це форма депозитних сертифікатів НБУ). Феномен від'ємних процентних ставок, які встановлюються центральними банками за залученими ними депозитами комерційних банків, з'явився внаслідок дефляційних тенденцій у економіках з метою забезпечення достатніх стимулів для зростання економіки і підвищення низької інфляції.

² Brunnermeier M. Rethinking monetary policy in a changing world. *International Monetary Fund*. March 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier> (дата звернення: 28.08.2023).

³ Gelos G. The Evidence Is in on Negative Interest Rate Policies. *IMF Blog*. 2021. Mar 03. URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/03/03/blog-the-evidence-is-in-on-negative-interest-rate-policies> (дата звернення: 28.08.2023).

⁴ Monetary Policy. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> (дата звернення: 28.08.2023).

⁵ Brunnermeier M. Rethinking monetary policy in a changing world. *International Monetary Fund*. March 2023. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier> (дата звернення: 28.08.2023).

Як зазначає М.К. Бруннермайер⁶, півтора десятиріччя тому подвійні цілі центральних банків із стимулювання економічної активності й забезпечення фінансової стабільності шляхом нетрадиційних інструментів політики збіглися.

Попри те, що при таргетуванні процентної ставки за коштами обов'язкових резервів центральні банки мають обмежені можливості впливу на процентні ставки за кредитами комерційних банків, політика від'ємних процентних ставок, яку проводили ЦБ окремих країн, спричинила зростання грошової пропозиції у їх економіках і, відповідно, збільшення кредитування корпоративного сектору і домогосподарств. Проте така політика має і зворотний бік: ресурси можуть перетікати в інші валюти і країни з вищою дохідністю капіталів, а надмірне споживання здатне призвести не тільки до інфляції, але й до зростання імпорту із знеціненням національної валюти.

Наразі поточні умови у світовій економіці суттєво відрізняються від тих, які склалися після глобальної фінансової кризи. Після тривалого періоду низьких процентних ставок і низької інфляції світова економіка вступає у фазу, що характеризується високою інфляцією і високим рівнем як державного, так і приватного боргу. Хоча фінансова стабільність, як і раніше, викликає занепокоєність, швидке зростання інфляції після пандемії COVID-19 змушує ЦБ підвищувати ставки для боротьби з нею. Отже, цілі інфляційної та фінансової стабільності суперечать одна одній, оскільки підвищення процентних ставок для боротьби з інфляцією може призвести до потрясінь на фінансових ринках і погіршення економічної ситуації. Усе це дає підстави зробити висновок, що **підходи до процентної політики, які виявляються ефективними в одному макроекономічному середовищі, можуть мати непередбачені наслідки в іншому**. Саме тому ця політика повинна враховувати макроекономічне середовище і проводитися в узгодженості не лише з іншими складовими монетарної політики, а й із загальною економічною політикою країни.

Процентна політика Національного банку України останнього десятиріччя є неоднозначною і викликає істотні сумніви щодо правильності використання монетарних інструментів. Передусім, варто зазначити, що монетарна політика завжди повинна мати певну основну ціль, досягнення якої можна чітко виміряти. До того ж, ця політика — це фактично мета або основна функція центрального банку. Основною функцією Національного банку України, відповідно до Конституції України, було визначено забезпечення стабільності грошової одиниці. Проте зміни 2010 р. до Закону України «Про Національний банк України»⁷ (далі — Закон

⁶ Там само.

⁷ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України. Закон України № 2478-VI від 09.07.2010 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2478-17#Text>

№ 2478-VI) призвели до того, що пріоритетна мета (визначена як основна функція) стабілізації гривні була підмінена стабілізацією цін, тобто із сфери відповідальності НБУ було виведено курсову стабільність⁸. Хоча з 2012 р.⁹ в Основних засадах грошово-кредитної політики (єдиний і основний документ до 2015 р., що зафіксував цілі й завдання НБУ на наступний рік і середньострокову перспективу) пріоритетною метою визначалася стабілізація цін, до 2014 р. Україна фактично використовувала політику таргетування обмінного курсу. Ефективність цієї політики, досягнення, помилки — це окреме питання, яке вартує ґрунтовного дослідження, певні аспекти якого висвітлено раніше [11]. Трансформація у 2010 р. законодавчої бази дала можливість НБУ, незважаючи на ймовірні негативні наслідки для економіки і соціальної сфери, оголосити у 2014 р. про запровадження режиму вільного плаваючого курсу гривні й перехід до режиму інфляційного таргетування, а також зняти з себе відповідальність за виконання стабілізаційних завдань на валютному і грошово-кредитному ринках.

Визначення цінової стабільності пріоритетною метою грошово-кредитної політики Національного банку у 2014—2021 рр. і застосування ним процентної ставки виключно як інструменту антиінфляційного регулювання в умовах експорто- й імпортозалежної економіки, монополізму і постійного підвищення цін на енергоносії та комунальні послуги, високого рівня тінізації і доларизації економіки, непрацюючого фінансового ринку, погіршення купівельної спроможності населення, на наш погляд, є малоефективним і вкрай суперечливим. Режим таргетування інфляції, взятий за основу грошово-кредитної політики НБУ, виходячи із сучасних тенденцій використання ЦБ багатьох провідних країн світу показника інфляції як генеральної цілі, є неприйнятним для економіки України на сучасному етапі. Адже причини високого рівня інфляції в Україні зумовлені не надлишковою пропозицією грошей, а стрімким підвищенням цін на енергоносії і комунальні послуги, девальвацією і спадом виробництва.

Природно, що при подальшому коригуванні законодавства було змінено визначення процентної політики НБУ та її мети. Так, якщо протягом 2004—2015 рр. кінцевою метою використання НБУ процентної політики за своїми операціями було визначено вплив на процентні ставки

⁸ Відповідно до змін до Закону України «Про Національний банк України», основна функція Нацбанку — забезпечення стабільності грошової одиниці України, а пріоритетна ціль — підтримка цінової стабільності в державі. Доцільно наголосити, що навіть за такої редакції НБУ має нести відповідальність за забезпечення стабільності національної валюти, адже валютний курс у імпортозалежній українській економіці — це одна з ключових цін у економіці, і його стабільність є надважливим фактором загальної цінової стабільності. Отже, відповідальність за цінову стабільність автоматично передбачає необхідність забезпечення стабільності курсу національної валюти.

⁹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2011 р. не були опубліковані, оскільки Рада НБУ не здійснювала засідань і проект документа не набув офіційного статусу.

в усіх сегментах економічних процесів¹⁰, то з квітня 2016 р. — забезпечення цінової стабільності в середньостроковій перспективі¹¹. Ураховуючи, що змінами до цього Положення передбачено, що операційна ціль процентної політики НБУ полягає в утриманні гривневих короткострокових міжбанківських ставок на рівні, близькому до рівня облікової (ключової) ставки, у межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу, можна трактувати, що саме від ставки на міжбанківському кредитному ринку залежатиме цінова стабільність. Таким чином, ключова роль у процентній політиці відводиться обліковій ставці — як до змін, так і після них вона залишається базовою ставкою щодо інших процентних ставок НБУ, орієнтиром вартості залучених і розміщених коштів для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку.

Проте слід визнати, що трактування сутності облікової ставки істотно змінилося. Так, відповідно до Закону України «Про Національний банк України», що діяв до прийняття змін Законом № 2478-VI, «облікова ставка Національного банку України — виражена у відсотках плата, що береться НБУ за рефінансування комерційних банків шляхом купівлі векселів до настання строку платежу по них і утримується з номінальної суми векселя. Облікова ставка є найнижчою серед ставок рефінансування і є орієнтиром ціни на гроші». Відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України», «облікова ставка Національного банку України — один із монетарних інструментів, за допомогою якого НБУ встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів». Крім того, якщо до змін облікова ставка вважалася одним з чинників, що характеризують основні напрями змін грошово-кредитного регулювання¹², то після змін — основним індикатором змін у грошово-кредитній політиці та основним інструментом грошово-кредитної політики, за допомогою якого Національний банк досягає її цілей¹³.

Слід зазначити, що до облікової ставки, яку НБУ регулярно змінює в межах стратегії інфляційного таргетування, прив'язано всі процентні ставки за його пасивними і активними операціями. Ці ставки встановлюють орієнтири для вартості грошових ресурсів на ринку і з певним часо-

¹⁰ Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України. Постанова Правління НБУ № 389 від 18.08.2004 р. (втратила чинність). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1092-04#Text>

¹¹ Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України. Постанова Правління НБУ № 277 від 21.04.2016 р. (із змінами та доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16#Text>

¹² Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України. Постанова Правління НБУ № 389 від 18.08.2004 р. (втратила чинність). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1092-04#Text>

¹³ Про затвердження Положення про процентну політику Національного банку України. Постанова Правління НБУ № 277 від 21.04.2016 р. (із змінами та доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16#Text>

вим інтервалом впливають на рівень ставок за депозитами і кредитами банків. Починаючи з 2014 р. динаміка облікової ставки НБУ має різновекторний характер (табл. 1). Доречно зазначити, що процентна політика вважається «політикою дорогих грошей» у разі, коли облікова ставка перевищує рівень інфляції. Попри те, що облікова ставка НБУ була нижчою від рівня інфляції у 2014—2015 і 2021—2022 рр., його процентну політику як напередодні масштабної фінансової кризи 2014—2016 рр. в Україні, так і в кризовий і посткризовий періоди, на наш погляд, можна охарактеризувати як «політику дорогих грошей».

Наведені в табл. 1 дані свідчать, по-перше, про переважно різкі зміни облікової ставки; по-друге, про відсутність синхронності в динаміці індексу інфляції і облікової ставки, тобто про відсутність кореляції між цими показниками — натомість у окремі періоди спостерігається синхронність у динаміці інфляції і змінах курсу національної валюти; по-третє, про синхронність у динаміці облікової ставки і ставок за активними й пасивними операціями НБУ, за кредитами комерційних банків, а до 2022 р. також доходності ОВДП.

Процентна політика, яку проводив НБУ з 2014 р. і до повномасштабного вторгнення РФ в Україну, мала істотні дестабілізуючі наслідки. Зокрема, в умовах системного профіциту ліквідності банківського сектору України висока ставка за депозитними сертифікатами НБУ стимулювала банки до вкладання коштів у них і зумовила суттєве зростання мобілізаційних операцій НБУ¹⁴, обсяги яких збільшилися за 2021 р. у 50 разів порівняно з 2013 р. Завдяки обсягам мобілізаційних операцій НБУ і доходності депозитних сертифікатів операції банків з його депозитними сертифікатами стали одним з основних джерел доходів багатьох комерційних банків. Доречно зазначити, що, навіть незважаючи на суттєве зниження у 2020—2021 рр. облікової ставки НБУ і, відповідно, доходності його депозитних сертифікатів, обсяги мобілізаційних операцій зросли. Надмірно великі обсяги мобілізаційних операцій і високі ставки за ними призвели до:

- втрати стимулів банківського сектору до кредитування нефінансових корпорацій і, як наслідок, «вимивання» гривневих ресурсів з реального сектору економіки;
- надмірного витрачання державних коштів (лише за 2014—2021 рр. процентні витрати НБУ за операціями з депозитними сертифікатами становили понад 63 млрд грн¹⁵);

¹⁴ Через депозитні сертифікати НБУ було мобілізовано (за оборотами) у 2014 р. 1,456 трлн грн, у 2015 р. — 2,8 трлн грн, у 2016 р. — 2,9 трлн грн, 2017 р. — 2,7 трлн грн, у 2018 р. — 2,9 трлн грн, у 2019 р. — 5,1 трлн грн, у 2020 р. — 10,8 трлн грн, у 2021 р. — 13,6 трлн грн (у 2013 р. — 0,3 трлн грн).

¹⁵ За даними річних звітів НБУ за 2014—2021 рр., його процентні витрати за депозитними сертифікатами склали у 2014 р. 696 млн грн, у 2015 р. — 8163 млн грн, у 2016 р. — 9648 млн грн, у 2017 р. — 6366 млн грн, у 2018 р. — 7473 млн грн, у 2019 р. — 9606 млн грн, у 2020 р. — 10 525 млн грн, у 2021 р. — 10 656 млн грн.

Таблиця 1. Динаміка окремих показників фінансового ринку України у 2013—2022 рр., %

Показники	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 червень	2022
Облікова ставка НБУ (на кінець періоду)	6,5	14,0	22,0	14,0	14,5	18,0	13,5	6,0	9,0	25	25
Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування за рік	7,2	15,6	25,2	17,4	16,1	19,2	18,4	7,9	9,9	27	27
Дохідність номінованих у гривні ОВДП, розміщених на первинному ринку (середньозважена) *	13,0	15,2	17,0	14,9	15,0	17,8	16,9	10,2	11,3	9,7	17,3
Середньозважена дохідність депозитних сертифікатів НБУ, розміщених протягом року **	2,1	5,7	18,5	16,2	12,1	15,6	15,2	7,2	8,0	23	23
Процентні ставки за кредитами в національній валюті, наданими банками резидентам	16,6	17,6	21,8	18,5	16,4	19,1	19,8	14,1	14,3	18,9	22
Індекс споживчих цін (грудень до грудня попереднього року)	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	4,1	5,0	10,0	—	26,6
Зміна валютного курсу	0	-97	-52	-13	-3	1	14	-19	4	—	-35

Примітка: * за коштами, залученими до бюджету; ** у 2021—2023 рр. процентна ставка за депозитами овернайт на кінець періоду.
Джерело: складено авторками за даними НБУ; Річні звіти НБУ; Статистика фінансового сектору; Статистика зовнішнього сектору; Макроекономічні показники. URL: <https://bank.gov.ua/>

- фактичного руйнування міжбанківського кредитного ринку¹⁶.

Це дає підстави стверджувати, що процентна політика НБУ використовувалася не для регулювання, а для підтримки прибутковості банків з допомогою його депозитних сертифікатів і легких заробітків за рахунок державних коштів, адже витрати НБУ за депозитними сертифікатами зменшують його прибуток. Протягом 2014—2021 рр. спостерігалася тісна кореляція динаміки облікової ставки і дохідності гривневих ОВДП (за винятком окремих періодів), оскільки облікова ставка НБУ впливає не лише на процентні ставки за активними і пасивними операціями Національного банку, а й на дохідність гривневих ОВДП. У свою чергу, висока дохідність ОВДП, номінованих у гривні:

- спричиняла зростання обсягів випуску ОВДП, адже істотна частина нових запозичень направлялася на погашення попередніх випусків облігацій¹⁷;

- стимулювала комерційні банки зосередити свою діяльність на операціях з ними на тлі їх практичної безризиковості. Як наслідок, обсяг гривневих ОВДП у портфелі банків, з урахуванням випущених для капіталізації і націоналізації банків (табл. 2), зріс, відповідно, із 41 млрд грн на кінець 2013 р. до 455,6 млрд грн на кінець 2021 р., або майже на 415 млрд грн; у власності банків на початок 2022 р. було сконцентровано 49 % загального обсягу гривневих ОВДП (з урахуванням цільових, які становили 211 млрд грн, або понад 46 % сукупного портфеля ОВДП банківського сектору¹⁸), що перебували в обігу (проти 20 % на початок 2014 р.); вкладення банків у гривневі ОВДП на початок 2022 р. перевищили чистий сукупний кредитний портфель банківського сектору юридичним особам у національній валюті на 116 млрд грн, а частка ОВДП у чистих активах банків у національній валюті становила 31 %, тоді як частка кредитів — 23 %;

- сприяла припливу спекулятивного іноземного капіталу на валютний ринок (з відпливом в окремі місяці 2020—2021 рр.) і до можливості нерезидентів впливати на нього (через канал ОВДП) [12], про що свідчить безпосередній прямий зв'язок між припливом-відпливом коштів нерезидентів на ринок гривневих ОВДП і змінами курсу національної валюти у 2019—2021 рр. Обсяг гривневих ОВДП у власності нерезидентів зріс з 2,6 млрд грн на початок 2014 р. до 114 млрд грн на початок 2020 р. (що є еквівалентним 4,8 млрд дол.), а питома вага в загальному обсязі гривневих ОВДП, що перебували в обігу, — з 1,3 до 15,9 % (максимальний обсяг

¹⁶ У 2014 р. середньоденний обсяг кредитів дорівнював 6,3 млрд грн, у 2015 р. — 4,5 млрд грн, у 2016 р. — 1,3 млрд грн, у 2017 р. — 1,3 млрд грн, у 2018 р. — 2,7 млрд грн, у 2019 р. — 2,2 млрд грн, у 2020 р. — 0,8 млрд грн, у 2021 р. — 1,2 млрд грн.

¹⁷ Так, стрімке зростання обсягів випуску ОВДП, номінованих у гривні, спостерігалось у 2019—2021 рр., що пов'язано передусім з аномально високою дохідністю ОВДП у попередні періоди, яка значно перевищувала процентні ставки за депозитами в національній валюті як юридичних, так і фізичних осіб.

¹⁸ Станом на початок 2022 р. у портфелі державних банків були ОВДП, випущені для їх капіталізації та націоналізації, на загальну суму понад 211 млрд грн.

Таблиця 2. Структура номінованих у гривні ОВДП у обігу у 2014—2023 рр., млрд грн

Показники	2013	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 30 червня
ОВДП, з урахуванням випущених для докапіталізації і націоналізації банків	202,0	390,5	561,9	627,5	618,1	717,4	854,2	937,0	1268,3	1320,4
у тому числі у власності НБУ	147,1	316,6	381,9	360,6	348,1	337,1	324,6	312,6	704,5	691,8
банків	40,9	48,5	160,8	244,1	248,4	242,1	404,8	455,6	396,8	456,4
нерезидентів	2,6	4,6	1,0	5,1	6,1	114,2	83,8	90,4	56,5	49,3
юридичних і фізичних осіб і територіальних громад	11,4	20,9	18,2	17,6	15,5	24,0	41,0	78,5	110,5	122,9
					<i>Довідково</i>					
ОВДП у обігу, випущені для докапіталізації і націоналізації банків	37,8	54,4	162,1	223,4	218,8	206,8	211,3	211,3	211,3	211,3

Джерело: побудовано авторками за даними НБУ за відповідні роки.

ОВДП у власності нерезидентів було зафіксовано 14 лютого 2020 р. — 126 млрд грн, що є еквівалентним 5,1 млрд дол., або 17,5 % загального обсягу ОВДП). З урахуванням цього, а також в умовах надлишкової ліквідності банківського сектору, залучення коштів нерезидентів для фінансування дефіциту державного бюджету шляхом їх допуску до ринку внутрішніх запозичень не можна вважати доцільним.

Цілком природно, що вигодонабувачами від операцій з ОВДП стали комерційні банки і нерезиденти. Проте найбільшим вигодонабувачем від операцій з ОВДП за період 2014—2021 рр. виявився Національний банк України, адже загальна сума його процентних доходів за цінними паперами України за цей період склала 55 % (310 млрд грн) від витрат державного бюджету на обслуговування внутрішнього боргу (559 млрд грн). Процентні надходження НБУ за державними цінними паперами протягом 2014—2021 рр. були його основним джерелом доходів.

Водночас зниження ставки за кредитами рефінансування банків та їх рефінансування у 2020—2021 рр. вказують на нераціональність як процентної політики, так і політики рефінансування, адже рефінансування банків стало каналом емісійного фінансування державного бюджету за участю окремих банків і одночасно механізмом обходу заборони Нацбанку прямого кредитування дефіциту бюджету країни.

Аналіз звітності, що оприлюднюється НБУ, показав таке. У травні 2020 р. для підтримки банківського сектору і уряду в період пандемії COVID-19 було запущено Програму довгострокового рефінансування банків, яка передбачала видачу НБУ кредитів банкам з максимальним терміном до п'яти років під заставу ОВДП, муніципальних і корпоративних облігацій, у тому числі облігацій «Укравтодору», і під зобов'язання, випущені під державні гарантії. За 2020—2021 рр. НБУ видав кредитів з терміном погашення понад 30 днів на загальну суму 137 млрд грн. Такі обсяги рефінансування на тлі стрімко зростаючої надлишкової ліквідності підтверджують нераціональність наданого рефінансування.

Найбільші обсяги кредитів рефінансування від НБУ отримали два державних банки для надання ними кредитів під державні гарантії на інфраструктурні проекти (будівництво доріг і погашення боргів на енергоринку), а саме: Укрексімбанк¹⁹ — 27,9 млрд грн і Ощадбанк²⁰ —

¹⁹ Зокрема, у березні 2020 р. уряд видав за облігаціями «Укравтодору» державні гарантії на суму 19,3 млрд грн, які придбав Укрексімбанк і віддав частину з них під заставу кредиту рефінансування; видав на будівництво доріг ще 1 млрд грн кредиту; видав у 2020 р. «Укренерго» 4 млрд грн кредиту для погашення боргів перед ДП «Гарантований покупець» у рамках виконання механізму Покладання спеціальних обов'язків (ПСО) із забезпечення населення електроенергією і компенсації «зеленого» тарифу.

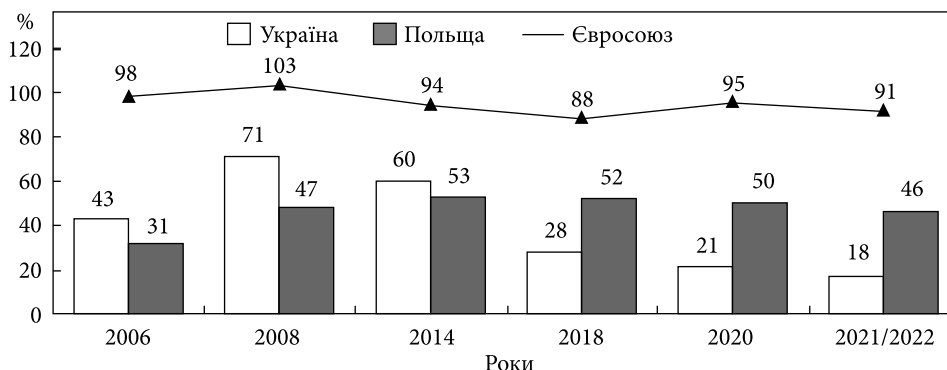
²⁰ Ощадбанк видав 5 млрд грн кредиту «Укренерго» для розрахунків з ДП «Гарантований покупець», яке перерахувало ці кошти як погашення частини боргу за електроенергію «Енергоатому» і альтернативній генерації. Крім того, Ощадбанк — активний учасник програми доступних кредитів «5-7-9» для малого і середнього бізнесу.

21,4 млрд грн. Якщо близько 50 млрд грн емісійних коштів були направлені на інфраструктурні проекти, то майже всі інші (а це приблизно 90 млрд грн) — на їх вкладання в ОВДП, тобто емісійні кошти використовувалися для фінансування дефіциту бюджету й отримання прибутку окремими банками. Банки брали кредити рефінансування під 8 %, а потім під 6 %, за рахунок яких купували ОВДП з дохідністю 10—11 % і віддавали ці самі ОВДП НБУ під заставу кредитів рефінансування. Таким чином, банки без ризику, гарантовано отримували 2—4 % доходу за рахунок емісійних коштів. Саме кредити рефінансування стали основним джерелом збільшення ОВДП у портфелі банків у 2020 р. на 163 млрд грн і ще на 51 млрд грн у 2021 р. Найбільшими отримувачами кредитів рефінансування від НБУ у 2020—2021 рр., які ввійшли до першої десятки, стали такі банки²¹: Альфа-Банк — 9,915 млрд грн, Акордбанк — 8,7 млрд грн, Перший український міжнародний банк — 5,7 млрд грн, Банк «Січ» — 4,31 млрд грн, Банк «Кредит Дніпро» — 3,95 млрд грн, Комерційний індустріальний банк — 3,89 млрд грн, Банк «Авангард» — 3,8 млрд грн. У деяких з цих банків залучені в НБУ кошти в декілька разів перевищують їх кредитний портфель, що свідчить про одержання кредитів не для цілей кредитування. Зокрема, співвідношення коштів НБУ і кредитного портфеля на 1 січня 2022 р. (в дужках — на 1 січня 2021 р.) становило: у Банку «Авангард» — 1625 % (1578 %), Акордбанку — 271 % (133 %), Банку «Січ» — 225 % (177 %); «РВС Банк» — 704 % (185 %). Як результат, головним джерелом доходів багатьох таких банків є процентні доходи від операцій з цінними паперами, які, наприклад, за 2021 р. склали у Банку «Авангард» — 91 % усіх процентних доходів, у Акордбанку — 66 %. Усе це викликає запитання щодо підходів і процедур надання НБУ кредитів рефінансування і контролю за їх цільовим використанням.

Завдяки процентній і валютній політиці НБУ і політиці Уряду України щодо державних запозичень на внутрішньому ринку банківський сектор протягом 2018—2021 рр. демонстрував у цілому прибуткову діяльність, оскільки основними джерелами доходів багатьох банків стали операції з депозитними сертифікатами НБУ²², ОВДП, валютні спекулятивні операції. Саме ця політика унеможливила використання потенціалу банківської системи для фінансування реального сектору економіки і стимулювання структурних зрушень, оскільки вона призвела до того, що в останні роки в Україні головна функція банківського сектору — кредитування економіки — у багатьох банків фактично стала другорядною. Підтвердженнями цього є структура активів банків і перевищення вкладень банківського сектору в ОВДП і депозитні сертифікати над обсягом

²¹ Не вказано Універсалбанк, який отримав 4,8 млрд грн кредитів рефінансування від НБУ, оскільки ці кошти, ймовірно, направляються на фондування Монобанку.

²² Так, питома вага у фінансовому результаті (до оподаткування) банківського сектору доходу лише від операцій з депозитними сертифікатами становила у 2018 р. 33,8 %, у 2019 р. — 14,9 %, у 2020 р. — 23,5 %, у 2021 р. — 12,7 %.



Кредитування приватного сектору фінансовим сектором (дані по ЄС і Польщі наведено за 2021 р.), % до ВВП

Джерело: побудовано авторками за: *The World Bank*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.PRVT.GD.ZS?end=2022&locations=UA-EU-DE-PL&start=2001&view=chart> (дата звернення: 25.08.2023).

заборгованості за наданими резидентам кредитами. Разом з тим це спричинило у 2019—2021 рр. декредитування реального сектору економіки, яке підтверджується динамікою заборгованості за кредитами в національній валюті, наданими банками нефінансовим корпораціям (зменшення обсягів у цей період і незначне зростання наприкінці 2021 р., що пояснюється наданням суб'єктам господарювання кредитів за державною програмою «5-7-9» і кредитуванням «Великого будівництва», що здійснювалося переважно за рахунок коштів рефінансування).

На в цілому несуттєву роль банківського сектору в розвитку економіки вказує один з головних її індикаторів — відношення кредитного портфеля банків до ВВП, який протягом 2015—2021 рр. мав тенденцію до зниження і на кінець 2021 р. становив 19,1 %. Зазначимо, що на противагу більшості європейських країн, де роль банківського сектору в кредитуванні нефінансових корпорацій є істотною, в Україні починаючи з 2014 р. спостерігається стабільна тенденція до зниження обсягів банківського кредитування приватного сектору (рис.).

Узагальнюючи проведені дослідження, можна констатувати, що невиважена у 2014—2021 рр. процентна політика НБУ призвела до значного зростання спекулятивних операцій на фінансовому ринку, неефективного витрачання державних коштів (через істотне зростання операцій з ОВДП і депозитними сертифікатами) і руйнування стимулів банківського сектору для кредитування реальної економіки. Водночас, незважаючи на те, що політика Національного банку була спрямована виключно на досягнення інфляційних цілей, інфляція перебувала за межами цільового коридору переважну більшість років цього періоду.

Після початку повномасштабної війни НБУ тимчасово, на період воєнного стану, прийняв рішення не використовувати ринкові монетарні інструменти, зокрема ключову (облікову) ставку, як основний інстру-

мент грошово-кредитної (монетарної) політики, тобто відійшов від режиму інфляційного таргетування²³. Варто визнати заслугу НБУ в оперативному і своєчасному прийнятті в період запровадження воєнного стану²⁴ комплексу заходів з підтримки стійкості фінансового сектору²⁵, які надали змогу банкам не допустити кризи на банківському ринку і забезпечити фінансову стабільність у перші місяці війни, незважаючи на панічні настрої населення й вилучення ним коштів з банків, стрімке зниження економічної активності та доходів населення, рекордне зростання дефіциту бюджету. Зазначені заходи здійснювалися в унісон з прийняттям Верховною Радою України і Кабінетом Міністрів України інших важливих для стабілізації економіки рішень²⁶.

Після деокупації північних областей грошово-кредитна політика НБУ почала змінюватися порівняно з політикою перших місяців війни за окремими складовими. Передусім це стосується процентної політики. Так, на початку червня 2022 р. НБУ вирішив змінити підходи до монетарної політики і прийняв рішення з 3 червня 2022 р. підвищити облікову ставку з 10 до 25 % річних і розширити коридор процентних ставок за монетарними операціями з банками²⁷. Мета такого підвищення облікової ставки (за визначенням Правління НБУ) передбачає: захист гривневих доходів і заощаджень громадян; збільшення привабливості гривневих активів; зниження тиску на валютному ринку і в результаті посилення спроможності Національного банку забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни. Водночас ана-

²³ Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану. *Національний банк України*. 2022. 18 квіт. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoi-politiki-na-period-voyennogo-stanu> (дата звернення: 27.08. 2023).

²⁴ Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану. Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>; Про деякі питання діяльності банків України та банківських груп. Постанова Правління НБУ № 23 від 25.02.2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0023500-22#Text>

²⁵ Підтримка ліквідності банків шляхом бланкового рефінансування Національним банком без обмежень по сумі терміном до одного року; встановлення лімітів на зняття населенням гривневих коштів; фіксація обмінного курсу і запровадження валютних обмежень; встановлення обмежень операцій банків з пов'язаними з ними особами; регуляторні послаблення для банків; спрощення низки вимог до операційної діяльності банків; підтримка ініціативи великих мережевих магазинів видавати готівку з карток тощо.

²⁶ Зміни до Закону України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» (URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2180-20#Text>), передусім щодо повної гарантії на банківські вклади населення на період дії воєнного стану і три місяці після нього; розширення урядом програм державної кредитної підтримки і схвалення основних напрямів діяльності державних банків на період воєнного стану; тощо.

²⁷ Ставка для кредитів рефінансування встановлена плюс 2 п. п. від облікової ставки, а для депозитних сертифікатів — мінус 2 п. п. від облікової ставки (раніше було 1 п. п.).

ліз діяльності банківського сектору за 2022 р. — червень 2023 р. свідчить, що очікуваного НБУ ефекту досягнуто не було:

- підвищення облікової ставки слабо трансформувалось у підвищення ставок за депозитами (про це свідчать ставки за новими депозитами домогосподарств у національній валюті за термінами), а залишки коштів за депозитами понад один рік мали сталу тенденцію до зменшення протягом червня — грудня 2022 р. і січня — квітня 2023 р. Натомість обсяги коштів домогосподарств у національній валюті до одного року на рахунках банків у серпні — грудні 2022 р. і лютому — червні 2023 р. (крім квітня), передусім за рахунок коштів на вимогу, постійно зростали. Як наслідок, строкова структура депозитів домогосподарств мала тенденцію до погіршення;

- попит населення на купівлю іноземної валюти не лише не зменшився, а різко зріс і з липня 2022 р. по липень 2023 р. постійно перевищував пропозицію²⁸;

- тиск на міжнародні резерви посилювався. Якщо за лютий — травень 2022 р. чисті інтервенції НБУ в середньому на місяць становили 1,9 млрд дол., то за червень — грудень 2022 р. — 2,3 млрд дол., за січень — липень 2023 р. — 2 млрд дол. Чисті інтервенції НБУ на продаж валюти становили майже 25 млрд дол. за 2022 р. і понад 14 млрд дол. за січень — липень 2023 р.

Підвищення ставки за кредитами рефінансування банків з 11 до 27% річних відбувалось одночасно з певними змінами в політиці рефінансування. Так, з 4 травня 2022 р. змінено умови надання кредитів рефінансування банкам: доступ до бланкового рефінансування залишився лише для тих банків, які вичерпали можливості отримати забезпечене рефінансування і з 23 лютого 2022 р. мають відплив коштів фізичних осіб у розмірі 5 % і більше; пом'якшено підходи до оцінки вартості ОВДП, що надаються в заставу при отриманні кредитів рефінансування. З листопада 2022 р. НБУ припинив операції з бланкового рефінансування взагалі.

У цілому, обсяги наданих у 2022 р. НБУ кредитів рефінансування банкам є безпрецедентними за всі роки незалежності (як через постійно діючу лінію рефінансування, так і шляхом проведення тендера з підтримання ліквідності банків) — майже 377 млрд грн²⁹, з яких понад 92 млрд грн, або 25 %, надано в перші п'ять днів дії воєнного стану. Якщо масштабні обсяги рефінансування банків у перші дні дії воєнного стану є цілком зрозумілими й логічними (підтримка ліквідності банків шляхом бланкового рефінансування НБУ без обмежень за сумою строком до одного року і

²⁸ За II півріччя 2022 р. обсяги купівлі валюти населенням становили 8,005 млрд дол., а продажу — 6,956 млрд дол., унаслідок чого сальдо між купівлею і продажем сягнуло 1,049 млрд дол., водночас за I півріччя 2022 р. купівля валюти населенням дорівнювала 4,219 млрд дол., а продаж — 4,259 млрд дол.; за січень — липень 2023 р. обсяги купівлі валюти населенням зросли до 10,2 млрд дол., продажу — 8,7 млрд дол.

²⁹ Через постійно діючу лінію рефінансування — 229 млрд грн, шляхом проведення тендера з підтримання ліквідності банків — 148 млрд грн.

встановлення лімітів на зняття гривневих коштів населенням надали змогу банкам запобігти паніці й забезпечити потребу населення в готівці), то надані в серпні 2022 р. практично такі самі обсяги (94 млрд грн) у поєднанні з тим, що такі кредити залучались одним-двома банками, можуть свідчити про проблеми в одного-двох великих банків. З огляду на те, що обсяги рефінансування за три місяці після підвищення ставки (липень — вересень 2022 р.) перевищували обсяги за три місяці до цього (квітень — травень 2022 р.), можна стверджувати, що підвищення облікової ставки НБУ і, відповідно, ставки рефінансування в червні 2022 р. не стало для банків стримувальним фактором для залучення більших обсягів кредитів рефінансування. Проте зменшення заборгованості банків за кредитами рефінансування у 2022 р. на 57 млрд грн (з 95 млрд грн на кінець 2021 р. до 38 млрд грн³⁰ на кінець 2022 р.) вказує на те, що підвищення ставки сприяло цьому. І це єдиний позитивний наслідок підвищення ставки, адже в умовах надлишкової ліквідності кошти рефінансування банків у 2020—2021 рр. використовувалися переважно для фінансування дефіциту бюджету й отримання прибутку окремими банками. У січні — липні 2023 р. НБУ практично не надавав банкам кредитів рефінансування.

Натомість, з червня 2022 р. посилилася деструктивна роль процентної ставки за депозитними сертифікатами НБУ. Внаслідок більш як дворазового підвищення в червні 2022 р. ставки за депозитними сертифікатами НБУ³¹ вони стали для банків найбільш привабливим активом. У результаті відбулося зростання мобілізаційних операцій НБУ: якщо в травні 2022 р. середньоденні залучення коштів через депозитні сертифікати становили 185 млрд грн, то в грудні — 403 млрд грн, тобто зросли більше ніж у два рази. Обсяг залучення НБУ коштів за депозитними сертифікатами НБУ на кінець 2022 р. становив 457 млрд грн (проти 213 млрд грн на кінець 2021 р.), або майже 91 % заборгованості в національній валюті за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям, і майже в п'ять разів перевищив кредити в національній валюті, надані підприємствам промисловості. Показово, що на кінець 2022 р. на тлі зростання обсягів коштів фізичних і юридичних осіб у деяких банків стрімко зросли вкладення в депозитні сертифікати НБУ, натомість вкладення в ОВДП узагалі виявилися відсутніми або суттєво зменшилися. Так, в умовах війни операції з депозитними сертифікатами НБУ перетворилися на основний вид діяльності (у структурі загальних активів перевищували 50 %) у таких банків з іноземним капіталом, як СЕБ Корпоративний Банк, Кредит Європа Банк, Дойче Банк ДБУ, Сітібанк, у банків з національним капіталом — Авангард, Фамільний, Траст-Капітал, Конкорд, Альтбанк.

³⁰ Окремі банки компенсують підвищення вартості рефінансування за рахунок укладених з НБУ у 2020—2021 рр. своп-контрактів про хеджування процентного ризику за довгостроковим рефінансуванням.

³¹ З 9 до 23 % річних за депозитними сертифікатами овернайт і з 10 до 23 % за сертифікатами строком на 14 днів.

Зростання процентної ставки за депозитними сертифікатами і обсягів мобілізаційних операцій НБУ призвело до збільшення у 2022 р. його процентних витрат за депозитними сертифікатами порівняно з попереднім роком у 3,8 разу, в результаті чого мало місце недоотримання надходжень у бюджет від прибутку НБУ (оскільки збільшення процентних витрат НБУ зменшує його прибуток, значна частка якого підлягає перерахуванню в державний бюджет). Процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами за 2022 р. становили майже 41 млрд грн, або понад 90 % видатків тогорічного державного бюджету на загальнодержавні функції і майже третину видатків довоєнного (2021-го) року на оборону (табл. 3).

З 7 квітня 2023 р. НБУ запровадив тримісячні депозитні сертифікати під фіксовану ставку на рівні облікової ставки. Одночасно ставка за депозитними сертифікатами овернайт знизилася з 23 до 20 %, а з 28 липня 2023 р. — до 18 % (облікова ставка з 28 липня 2023 р. дорівнює 22 %). Попри це, процентні витрати НБУ за депозитними сертифікатами за 2023 р. значно перевищують витрати 2022 р., адже обсяги мобілізаційних операцій НБУ за депозитними сертифікатами за січень — липень 2023 р. вже досягли обсягів 2022 р. Для покриття таких витрат у НБУ достатньо процентного доходу, який він отримує від операцій з ОВДП, урахувавши збільшення його портфеля цінних паперів у 2022 р. у 2,3 разу (майже на 392 млрд грн за номінальною вартістю), зростання середньозважених процентних ставок і структуру цього портфеля.

Процентні доходи НБУ за державними цінними паперами у 2022 р. сягнули рекордного рівня — 90,6 млрд грн, що на 53,8 млрд грн більше, ніж попереднього року. У 2022 р. питома вага процентних доходів НБУ від державних цінних паперів у загальних витратах на обслуговування внутрішнього державного боргу склала 75 %, тобто НБУ, як і у 2009—2018 рр., виявився найбільшим вигодонабувачем від розміщення Мініном ОВДП. Більше того, за 2022 р. витрати державного бюджету на виплату процентів за ОВДП, що знаходились у портфелі НБУ, перевищували його зобов'язання з перерахування прибутку в державний бюджет України майже на 19 млрд грн, тобто фактично за рахунок державного бюджету на таку суму профінансовано діяльність НБУ. Доречно зазначити, що у 2015—2017 і 2020—2021 рр. діяльність НБУ також фінансувалася фактично за рахунок державного бюджету.

Причина ситуації, що склалася, криється в довоєнній державній борговій політиці. Зокрема, на початок 2022 р. у власності НБУ було ОВДП на майже 313 млрд грн (за номінальною вартістю), з яких 54 % (168 млрд грн) — з фіксованою дохідністю 9,67—13,10 %, а 46 % (146 млрд грн) — з плаваючою ставкою, так звані «інфляційні», дохідність за якими становила 6,97—9,39 % річних³². Наявність у портфелі НБУ номінованих

³² За даними річного звіту Національного банку України за 2022 рік, примітка 9. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/annual_report_2022.pdf?v=5

Таблиця 3. Окремі показники діяльності НБУ у 2014—2022 рр., млрд грн

Показники	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Процентні доходи у тому числі за цінними паперами України	37,6	61,6	60,1	53,7	47,9	36,7	31,2	44	109,8
Процентні витрати у тому числі за депозитними сертифікатами НБУ	26,5	46,4	49,6	46,2	43	32,5	28,5	36,9	90,6
Різниця між доходами за депозитними цінними па- перами і витратами за депозитними сертифікатами	1,3	10,5	13,3	11,6	13,5	16,4	15,9	15,2	46,6
Прибуток до розподілу за рік	0,7	8,2	9,6	6,4	7,5	9,6	10,5	10,7	40,8
Частка прибутку до розподілу, що підлягає перера- хуванню в державний бюджет України	25,8	38,2	40	39,8	35,5	22,9	18	26,2	49,8
Різниця між сумою прибутку, що підлягає перера- хуванню в державний бюджет, і доходами НБУ від ОВДП	62,3	54,2	59,4	45,9	68,5	43,3	40,7	31,6	91
	61,8	38,2	44,4	44,6	64,9	42,7	24,4	18,9	71,9
	35,3	-8,2	-5,2	-1,6	21,9	10,2	-4,1	-18,0	-18,8
	<i>Довідково</i>								
Витрати державного бюджету на: обслуговування внутрішнього державного боргу	34,7	60	64,1	73	75	74,3	75,7	102,1	121,3
оборону							120	127	1 143
загальнодержавні функції							44	51	44
Питома вага процентних доходів НБУ від держав- них цінних паперів у загальних витратах на обслу- говування внутрішнього державного боргу, %	76,4	77,2	77,3	63,2	57,3	43,8	37,6	36,1	74,7

Джерело: розраховано авторками за: річні звітності НБУ і Мінфіну про витрати державного бюджету за відповідні роки.

у гривні довгострокових ОВДП різної строковості³³, ставки за якими залежать від фактичного рівня інфляції, збільшеного на 2,2 п. п., гарантують НБУ доходи від ОВДП до 2047 р.

Безумовно, зростання інфляції у 2022 р. у понад два рази призвело до збільшення доходів НБУ від ОВДП і, відповідно, витрат державного бюджету на обслуговування внутрішнього державного боргу. Проте ще відчутнішу роль у цьому відіграла тогорічна процентна політика НБУ і політика Уряду України щодо державних запозичень на внутрішньому ринку. З метою фінансування бюджетного дефіциту, спричиненого повномасштабним вторгненням РФ в Україну, вже 25 лютого 2022 р. уряд прийняв рішення про випуск ОВДП «військові облигації» на суму до 400 млрд грн (поетапно) з дохідністю 11 % річних, терміном обігу до 15 років та їх купівлю Національним банком України³⁴. У травні 2022 р. до зазначеної Постанови внесено зміни щодо збільшення терміну обігу військових облигацій до 30 років. За березень — травень 2022 р. НБУ придбав таких облигацій на суму 120 млрд грн (усі — 15-річні), їх обслуговування коштуватиме державі 198 млрд грн, тобто НБУ за рахунок емісії 2022 р. щороку отримуватиме з державного бюджету 13,2 млрд грн протягом 15 років. Уже після підвищення облікової ставки в червні 2022 р. до Постанови про випуск військових облигацій Кабінет Міністрів України вніс зміни³⁵ щодо застосування плаваючої ставки (замість фіксованої на рівні 11 % річних), яка обраховується виходячи з середнього значення облікової ставки НБУ за річний період, а НБУ з червня по грудень 2022 р. придбав військових ОВДП ще на 280 млрд грн з терміном обігу до 30 років. У результаті цього за 2022 р. обсяг і вартість ОВДП у портфелі НБУ зросли на 392 млрд грн. На кінець 2022 р. у власності НБУ перебували ОВДП на суму майже 705 млрд грн (за номінальною вартістю), з яких 40 % (280 млрд грн) — з фіксованою дохідністю 12,27—22,28 %, а 60 % (425 млрд грн) — з плаваючою ставкою, дохідність за якою становила 5,95—15,92 % річних.

³³ У жовтні 2017 р. між Міністерством фінансів України і НБУ було здійснено (ре-профайлінг ОВДП) правочин з державним боргом шляхом обміну ОВДП, що були у власності НБУ, загальною номінальною вартістю 219,564 млрд грн на нові ОВДП, з яких: 74,39 млрд грн погашатимуться в період з 2025 по 2035 р. і фіксованими за ними ставками, що перебувають у інтервалі від 8,12 до 11,30 % річних; 145,17 млрд грн — погашатимуться в період з 2036 по 2047 р.; ставки за ними є плаваючими і залежать від фактичного рівня інфляції, збільшеного на 2,2 п. п. (Про здійснення у 2017 році правочину з державним боргом. Постанова Кабінету Міністрів України № 748 від 04.10.2017 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/748-2017-%D0%BF#Text>).

³⁴ Постанова Кабінету Міністрів України «Про випуск облигацій внутрішньої державної позики «Військові облигації»» № 156 від 25.02.2022 р., до якої Постановою № 572 від 13.05.2022 р. внесено зміни щодо збільшення терміну обігу військових облигацій до 30 років.

³⁵ Про внесення зміни до пункту 1 постанови Кабінету Міністрів України від 25 лютого 2022 р. № 156. Постанова Кабінету Міністрів України № 659 від 07.06.2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/659-2022-%D0%BF#Text>

Безумовно, емісійне фінансування бюджету стало для уряду вимушеним кроком. Проте доцільно було б скористатися досвідом окремих країн (наприклад, Індонезії), які в пандемію здійснювали випуск цільових облігацій з нульовою ставкою, що купувалися напряму центральним банком, і це дозволяло фінансувати дефіцит бюджету (цільова емісія за чітко визначеними каналами). Натомість випущені Україною облігації за вартістю, яка навіть перевищила ринкову, в майбутньому перетворяться на істотний тягар для державного бюджету.

На тлі надання безпрецедентної безплатної допомоги міжнародними партнерами (офіційні трансферти від урядів іноземних держав, передусім США³⁶, ЄС, міжнародних організацій, донорських установ, за 2022 р. становили в гривневому еквіваленті 481,1 млрд грн, або 26,9 % від загальної суми доходів державного бюджету) і надання ними кредитної підтримки виключно на пільгових умовах (під низькі проценти і на довгі строки), встановлення вищезазначеної вартості³⁷ емісійного фінансування бюджету, на наш погляд, є деструктивним рішенням, яке негативно впливатиме на державний бюджет як у коротко-, так і в довгостроковій перспективі.

Водночас, незважаючи на підвищення НБУ в червні 2022 р. облікової ставки у 2,5 разу, дохідність гривневих ОВДП, розміщених Міністерством фінансів України на первинних аукціонах³⁸ у червні — грудні 2022 р., була значно нижчою від ОВДП, що розміщувалися відповідно до рішення уряду і викуплені НБУ. Вочевидь, Мінфін ураховував, що різке підвищення дохідності ОВДП призведе до зростання витрат на обслуговування державного боргу. За 2022 р. обсяг розміщення гривневих ОВДП шляхом їх продажу на первинних аукціонах становив 164 млрд грн, середньозважена дохідність — 12,72 % (2021 р. — відповідно, 288 млрд грн і 11,44 %).

Значно нижча від облікової ставки дохідність гривневих ОВДП стала причиною постійного зменшення їх обсягу в портфелі банків у червні — листопаді 2022 р. У цілому за 2022 р. обсяг ОВДП у власності банків зменшився майже на 60 млрд грн, а надлишкова ліквідність була спрямована в депозитні сертифікати НБУ. Це свідчить про посилення під час війни спекулятивних настроїв банківського сектору, які умисно або не свідомо заохочуються діями НБУ, який очікує, що «уряд та банки адекватно відреагують на зміну облікової ставки відповідним підвищенням ставок за ОВДП та депозитами. Належна реакція ринкових ставок на рішення щодо облікової ставки збільшить привабливість гривневих активів, у тому числі ОВДП, що забезпечить заощадження та доходи грома-

³⁶ Уся допомога від США з початку повномасштабного вторгнення РФ в Україну і до кінця 2022 р. надійшла у вигляді грантів загальним обсягом 11,99 млрд дол.

³⁷ У березні — травні 2022 р. — 11 %, з 7 червня 2022 р. — плаваюча ставка з прив'язкою до облікової ставки в умовах підвищення останньої у 2,5 разу.

³⁸ Середньозважена дохідність у 2022 р.: червень — 9,7 %, липень — 14,48 %, серпень — 13,83 %, вересень — 14,18 %, жовтень — 15,89 %, листопад — 14,81 %, грудень — 17,26 %.

дядн від інфляції»³⁹. Водночас лише на початку 2023 р. виявилася зацікавленість комерційних банків у вкладеннях у ОВДП, але вона пов'язана з їх стимулюванням до цього через нормативи обов'язкового резервування. Як наслідок, обсяг гривневих ОВДП у власності банків збільшився з 397 млрд грн на початку року до 475 млрд грн на кінець липня 2023 р., тобто на 78 млрд грн. При цьому зросла і дохідність ОВДП — з 17,26 % за грудень 2022 р. до 19,04 % за липень 2023 р.

Цілком закономірним є зменшення у 2022 р. і січні — липні 2023 р. сукупного кредитного портфеля в національній валюті банківського сектору (кредитний портфель у іноземній валюті має сталу тенденцію до зменшення протягом останніх років). На перший погляд, у 2022 р. обсяги кредитування зменшилися за рахунок кредитів фізичним особам. Проте зростання їх видачі юридичним особам на 11 млрд грн (на 2 %) пов'язано з наданням кредитів за рахунок участі банків у державних програмах, наприклад, у програмі «Доступні кредити 5-7-9 %», за якою з початком повномасштабного вторгнення РФ в Україну уряд запровадив нові напрями і поширив їх на велике підприємництво. У 2022 р. за час дії воєнного стану за цією програмою видано кредитів на загальну суму 76 млрд грн, ставка для позичальників (від 0 до 9 %) є фіксованою, оскільки різниця між ставкою, за якою банк надає кредити, і тією, що сплачує позичальник, компенсується банку з коштів державного бюджету. Водночас ставка, за якою банк отримує дохід, розраховується виходячи із ставки за депозитами фізичних осіб. Оскільки процентні ставки за строковими депозитами фізичних осіб зросли (правда, поступово і не у 2,5 рази), підвищення облікової ставки призвело до зростання витрат державного бюджету на обслуговування державних програм кредитної підтримки. Водночас у січні — липні 2023 р. спостерігалася тенденція до зменшення кредитного портфеля нефінансовим корпораціям, навіть з урахуванням кредитів за державними програмами.

Очевидним є те, що для позитивного впливу грошово-кредитної політики НБУ на українську економіку необхідно розробити цілісний комплекс дій, спрямованих на перехід від існуючої спекулятивної моделі фінансової системи до інвестиційної, використання механізмів та інструментів, що сприятимуть відновленню й зростанню національної економіки. У частині процентної політики НБУ такими, на наш погляд, мають бути.

1. Підготовка і внесення змін до ст. 99 Конституції України щодо основної функції і ролі Нацбанку⁴⁰ і Закону України «Про Національний

³⁹ Національний банк України підвищив облікову ставку до 25 %. *Національний банк України*. 2022. 02 чер. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ukrayini-pidvischiv-oblikovu-stavku-do-25> (дата звернення: 28.08.2023).

⁴⁰ За основу доцільно взяти досвід і законодавчу базу США, відповідно до якої Федеральна резервна система США займається економічним зростанням, одночасно піклуючись про максимальну зайнятість населення, цінову стабільність і помірний рівень довгострокових процентних ставок.

банк України» — НБУ повинен через грошово-кредитну політику і забезпечення цінової і курсової стабільності грошової одиниці й помірно-го рівня процентних ставок сприяти довгостроковому економічному зростанню країни і максимальній зайнятості населення.

2. Запровадження практики ухвалення Основних засад грошово-кредитної політики Верховною Радою України (одночасно із затвердженням закону про державний бюджет) — шляхом внесення змін до ст. 24 Закону України «Про Національний банк України»⁴¹. Відсутність у законодавстві вимоги щодо затвердження Основних засад грошово-кредитної політики⁴² Верховною Радою України чи будь-яким іншим органом⁴³ і зміни до Закону щодо бази, на яких вони мають ґрунтуватися, створюють усі передумови для проведення НБУ політики, яка жодним чином не узгоджується із загальноекономічною політикою держави.

3. Ухвалення рішення про неприйнятність застосування Національним банком України режиму таргетування інфляції не лише у воєнний час, а й у період повоєнного відновлення економіки — з одночасним ухваленням рішення щодо використання як основного індикатора грошово-кредитної політики обмінного курсу національної валюти.

4. Перегляд коридору процентних ставок за монетарними операціями НБУ з банками, а саме — встановлення процентної ставки за депозитними сертифікатами НБУ овернайт на рівні середньої ставки за коштами на рахунках клієнтів на вимогу.

5. Реструктуризація заборгованості уряду за ОВДП, що знаходяться у власності Національного банку України (з метою зменшення витрат державного бюджету у 2023—2040 рр.), таким чином: за військовими ОВДП установити дохідність на рівні 0 % річних; за інфляційними ОВДП і ОВДП з фіксованою ставкою (отриманими у 2017 р. в результаті репрофайлінгу, які перебували у власності НБУ) — не вище 5 %.

⁴¹ Чинна норма передбачає, що «Національний банк інформує Верховну Раду України про Основні засади грошово-кредитної політики та стан грошово-кредитного ринку в державі в порядку, передбаченому цим Законом».

⁴² До ухвалення Закону України «Про Національний банк України» в законодавчому порядку передбачалося, що основні засади (напрями) грошово-кредитної політики щороку затверджує Верховна Рада України (ст. 12 Закону України «Про банки і банківську діяльність» № 872-ХІІ від 20.03.1991 р.).

⁴³ У жовтні 2021 р. Законом України «Про внесення змін до деяких законів України щодо окремих питань діяльності Національного банку України» № 1811-ІХ від 19.10.2021 р. було запроваджено норму, відповідно до якої Рада НБУ *схвалює* (а не затверджує) розроблені нею ж основні засади грошово-кредитної політики. Змінами до Закону не передбачено ані переліку цих показників, ані термінів їх надання Кабінетом Міністрів України, тоді як до внесення змін вказувалися конкретні показники загальнодержавної програми економічного розвитку і Основних параметрів економічного та соціального розвитку України на відповідний період, затверджених Кабінетом Міністрів України.

ВИСНОВКИ

Процентна політика центрального банку — вагомий інструмент впливу на фінансовий ринок і економіку країни в цілому. Однак його дієвість слід розглядати в сукупності з іншими інструментами грошово-кредитної політики, які діють у конкретному макроекономічному середовищі. Неврахування специфіки економіки, зокрема, при коригуванні процентної політики, призводить до слабкої ефективності, а інколи до небажаних наслідків. Проведене дослідження виявило, що у 2014—2021 рр. процентна політика НБУ стала каталізатором зростання спекулятивних операцій на фінансовому ринку, надмірних витрат при здійсненні державних запозичень і, що найбільш відчутно для майбутнього економіки, — пригнічення, а подекуди і руйнування стимулів банківського сектору для кредитування бізнесу.

Воєнне і повоєнне відновлення економіки України є неможливим без активізації взаємодії банківського і реального секторів. Водночас нинішня відособленість банківського сектору від реальної економіки та його концентрація на максимізації прибутків без урахування реалій сьогодення гальмуватимуть економічний розвиток країни в майбутньому.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Гроші, банки та кредит: у схемах і коментарях. Навч. посіб. За ред. Б.Л. Луціва. 2-ге вид., пероб. Тернопіль, Карт-бланш, 2000. 225 с.
2. Савлук С. Процентна політика центрального банку. *Вісник КНТЕУ*. 2018. № 2. С. 32—46. URL: <http://visnik.knute.edu.ua/files/2018/02/4.pdf>
3. Сілакова А.В., Лановська Г.І., Климаш Н.І. та ін. Центральний банк і грошово-кредитна політика. Підруч. За заг. ред. Т.А. Говорушко. Львів, «Магнолія 2006», 2015. 224 с.
4. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. М., Прогресс, 1978. 444 с.
5. Edwards C., Ruy V. de. International Tax Competition: A 21st-Century Restraint on Government. *Cato Policy Analysis*. 2002. No. 431. 43 p. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1461691#
6. Rose P.S. Commercial Bank Management. Producing and selling Financial Services. 2nd ed. Boston; Texas A&M University, 1995. 765 p.
7. Лагутін В.Д. Кредитування: теорія і практика. Навч. посіб. Київ, «Знання», КОО, 2002. 215 с.
8. Дзюблюк О., Забчук Г. Ефективність монетарного впливу центрального банку на кредитне стимулювання розвитку виробництва. *Фінанси України*. 2012. № 7. С. 17—27. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=503
9. Сомик А. Правила та тенденції реалізації сучасної процентної політики центральних банків. *Ефективна економіка*. 2014. № 10. С. 1—5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3415>
10. Заболотна Н.Г. Відсоткова політика центрального банку та її вплив на економічні процеси. *Економіка і суспільство*. 2016. № 3. С. 338—393. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/3_ukr/68.pdf

11. Гаркавенко В.І. Забезпечення стабільності національної валюти в Україні. Наук. доповідь. НАН України; Інститут економіки. Київ, 2001. 62 с.
12. Гаркавенко В.І., Єршова Г.В. Вплив боргової політики Уряду на розвиток економіки України. *Економіка і прогнозування*. 2022. № 1. С. 107—123. <https://doi.org/10.15407/eip2022.01.107>

Надійшла 07.09.2023

Прорецензована 16.09.2023

Доопрацьована 25.09.2023

Підписана до друку 29.09.2023

REFERENCES

1. Money, Banks, and Credit: In Charts and Commentaries. B.L. Lutsiv (Ed.). Ternopil, 2000 [in Ukrainian].
2. Savluk S. Interest rate policy of the Central bank. *Herald Kyiv National University of Trade and Economics*, 2018, No. 2, pp. 32-46. URL: <http://visnik.knute.edu.ua/files/2018/02/4.pdf> [in Ukrainian].
3. Silakova A.V., Lanovska H.I., Klymash N.I. et al. Central bank and monetary and credit policy. T.A. Hovorushko (Ed.). Lviv, 2015 [in Ukrainian].
4. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money. M., 1978 [in Russian].
5. Edwards C., Ruyg V. de. International Tax Competition: A 21st-Century Restraint on Government. *Cato Policy Analysis*, 2002, No. 431. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1461691#
6. Rose P.S. Commercial Bank Management. Producing and Selling Financial Services. 2nd ed. Texas A&M University. Boston, 1995.
7. Lahutin V.D. Lending: theory and practice. Kyiv, 2002 [in Ukrainian].
8. Dzyublyuk O., Zabchuk H. Effectiveness of central bank's monetary influence on credit stimulation of production development. *Finance of Ukraine*, 2012, No. 7, pp. 17-27. URL: https://finukr.org.ua/?page_id=723&aid=503 [in Ukrainian].
9. Somyk A. Modern central bank's interest rate policy: rules and tendencies. *Efficient Economy*, 2014, No. 10, pp. 1-5. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3415> [in Ukrainian].
10. Zabolotna N.G. Central bank's interest rate policy and its influence on economic processes. *Economy and Society*, 2016, No. 3, pp. 338-393. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/3_ukr/68.pdf [in Ukrainian].
11. Harkavenko V.I. Ensuring the stability of the national currency in Ukraine. Kyiv, 2001 [in Ukrainian].
12. Harkavenko V., Yershova G.V. The influence of government debt policy on the development of Ukraine's economy. *Economics and forecasting*, 2022, No. 1. pp. 107-123. <https://doi.org/10.15407/eip2022.01.107> [in Ukrainian].

Received on September 7, 2023

Reviewed on September 16, 2023

Revised on September 25, 2023

Signed for printing on September 29, 2023

Valentyna Harkavenko,

Research Fellow of the Department of Monetary and Credit Relations

Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine

26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

Galyna Yershova, PhD (Econ.),

Senior Research Fellow of the Department of Monetary and Credit Relations

Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine

26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

INTEREST RATE POLICY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE AND ITS IMPACT ON THE COUNTRY'S ECONOMY

An analysis of the interest rate policy of the National Bank of Ukraine implemented in the last decade is carried out, and its impact on Ukrainian economy is determined. It is concluded that approaches to interest rate policy that prove effective in one macro-economic environment may have unintended consequences in another.

It is determined that modern monetary and credit policy of the world's leading countries, in contrast to domestic practice, is characterized by negative interest rate policy, which was introduced by central banks of many countries after the 2008 crisis for the deposits of commercial banks they attracted. It is substantiated that with the adoption of the Law of Ukraine "On the National Bank of Ukraine" in 2010, a gradual transformation of the regulator's policy began, which manifested, in particular, in shift of emphasis from exchange rate stability policy to price stabilization policy. Since then, the interest rate policy has been used exclusively as a tool for anti-inflation regulation, which in the conditions of macroeconomic environment instability and systemic shortcomings of the domestic economy proved ineffective.

It is proven that with a systemic surplus of liquidity in the banking sector of Ukraine, tying the value of all monetary resources on the financial market to the NBU discount rate led to a rise in the rate on its deposit certificates and a significant increase in its mobilization operations. Significant volumes of the NBU mobilization operations and high rates for them caused the loss of incentives for the banking sector to lend to non-financial corporations and excessive expenses in government borrowing. Attention is focused on the fact that the current detachment of the banking sector from the needs of the economy may become a restraining factor in wartime and during post-war recovery of the country.

Keywords: *interest rate policy; discount rate; deposit certificates; domestic government bonds.*