



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.10.027>

УДК 336.77:338.14

JEL: E50, E59, G21, G30, H81

Є.О. БУБЛИК, д-р екон. наук, с. н. с.,
завідувач відділу грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, 01015, Київ, Україна
e-mail: bubl13@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА І КРЕДИТНА ПІДТРИМКА ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ВІЙНИ ТА ГЛОБАЛЬНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Розглянуто проблему слабкої функціональної спроможності банківського сектору України в частині кредитної підтримки національної економіки. Розкрито парадокс стагнації банківського кредитування за стрімкого зростання доступної ліквідності, обумовлений особливостями реалізації режиму інфляційного таргетування в малій відкритій економіці в період глобальної нестабільності. Показано, що такі особливості можуть бути характерними й для інших країн, що реалізують режим інфляційного таргетування. Окреслено ключові напрями державної політики для посилення кредитної підтримки економіки.

Ключові слова: монетарна політика; банківське кредитування; інфляційне таргетування; грошова маса; глобальна нестабільність; фінансові механізми розвитку.

Повоєнна відбудова і подальший розвиток економіки України потребують масштабної кредитно-інвестиційної підтримки. У цьому контексті увагу експертів і науковців зосереджено, як правило, на необхідності залучення додаткових обсягів зовнішньої фінансової допомоги і напруженні її використання. Водночас слід також акцентувати на стані й дієвості банківського

Ц и т у в а н н я: Бублик, Є. (2024). Монетарна політика і кредитна підтримка економіки в умовах війни та глобальної нестабільності. *Економіка України*. 67. 10 (755). 27-44. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.10.027>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2024. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

сектору в Україні з точки зору його функціональної спроможності нагромаджувати і перерозподіляти фінансові ресурси в інтересах структурної відбудови й розвитку національної економіки.

Надзвичайні умови і практика останніх років висвітили низку проблем функціонування вітчизняного банківського сектору, які стають на заваді кредитній підтримці економіки в умовах війни і на етапі її повоєнного відновлення. Зокрема, складно раціонально сприйняти той факт, що у фінансовому секторі України нагромаджено безпрецедентний ресурс, який украй обмежено використовується для кредитно-інвестиційної підтримки. Така, на перший погляд, парадоксальна ситуація має цілий комплекс системних довготривалих причин, у основі яких лежать відсутність цілеспрямованої державної кредитної політики і специфіка моделі монетарного регулювання. Бізнес-модель банківського сектору України, зокрема державного, яка склалася за наявної кредитної політики уряду і монетарної політики НБУ, дозволяє тривале прибуткове функціонування банківських установ без залучення кредитування. Отже, є всі підстави стверджувати, що без кардинального перегляду наявних підходів державної економічної політики і монетарного регулювання використання як існуючого, так і майбутнього ресурсу для потреб відновлення лишатиметься обмеженим і, як наслідок, звужуватиме потенціал економічного розвитку. Відтак розкриття причин і взаємозв'язків, що обумовили можливість функціонування банківського сектору України без залучення кредитної діяльності й визначення заходів усунення цієї функціональної деформації, постає важливим і актуальним науковим завданням.

Отже, **мега статті** — повніше розкрити обмеження кредитного фінансування економічної відбудови в Україні в межах існуючої моделі монетарної політики і обґрунтувати шляхи їх подолання.

Одна з найвагоміших перешкод на шляху відбудови української економіки визначається її усталеним характером. Вітчизняна економіка вже тривалий час є типовою малою відкритою економікою. Для такої моделі характерні переважно сировинний експорт і висока залежність від стабільного надходження іноземної валюти (Кораблін, 2017). Дані особливості взаємопов'язані й визначають як ключові вразливості української економіки, так і межі її структурного розвитку. Ключові вразливості, що відбиваються на фінансовій стабільності України, обумовлені її залежністю від глобальних фінансово-економічних циклів. Природа цієї залежності полягає в стійкому взаємозв'язку кон'юнктури світових сировинних ринків і факторів внутрішньої фінансової стабільності. При цьому практичним втіленням такого характеру є критичний вплив на стабільність обмінного курсу національної валюти. Нестабільність обмінного курсу виступає акумулятором і резонатором внутрішніх макроекономічних дисбалансів від змін глобальної кон'юнктури (Бублик, 2022; 2023).

Проте це зовнішня сторона проблеми. Внутрішня причина полягає навіть не стільки в обмеженості іноземних інвестицій або внутрішнього

капіталу, скільки в неможливості, за поточної моделі державної економічної політики (включно з її монетарною складовою), використовувати вже наявні фінансові ресурси на вільноринкових умовах без загрози втрати контролю за фінансовою стабільністю. Навіть залишаючи поза увагою все ще гостро дискусійне питання доцільності фіскального і монетарного стимулювання економіки, зрозуміло, що погоджена в рамках мейнстріму контрциклічна економічна політика на ліберальних засадах виявляється неспроможною без державного втручання.

Наприклад, у частині фіскально-боргової політики України сприятливі періоди позитивної динаміки кон'юнктури ринків сировинних товарів обумовлювали розширення бюджетних видатків, які стимулювали сукупний попит, передусім, на імпортні товари. При цьому їх споживання збільшувалося. Після коригування цін на сировинні товари на світових ринках бюджетна підтримка сукупного платоспроможного попиту раптово скорочувалася, посилюючи рецесію в споживчому секторі й скорочення надходжень до бюджету. Це спричиняло перехід до бюджетної економії протягом кризових етапів.

Так само і монетарна політика НБУ практично весь час мала проциклічний характер. У сприятливі періоди відбувалося зниження ключової ставки НБУ, яка до цього перебувала на завищених рівнях. Це додатково підживлювало кредитний ринок і ще більше стимулювало споживчий попит в економіці. Періоди ж монетарних шоків змушували НБУ запроваджувати контрпродуктивну жорстку монетарну політику й підвищувати ставку¹.

Фундаментальною причиною тривалого формування в Україні нестабільного економічного базису сировинного експорту, який повністю залежить від фази глобального циклу, виступає загальна пасивність державної економічної політики щодо стимулювання структурного розвитку. За визнанням Міністерства економіки України, більшість запроваджених кредитних програм виконувала роль «формального документа з декларацією про наміри щось зробити»². Наполегливі спроби перейти до режиму інфляційного таргетування також значною мірою поглибили такий стан речей.

У контексті актуальних завдань воєнної витривалості й структурної повоєнної відбудови України зазначені особливості національної економіки мають наслідком функціональну неспроможність фінансового сектору забезпечити їм кредитну підтримку. І проблема полягає вже не в нестачі фінансових ресурсів — у фінансовому секторі України вже нагромаджено значний фінансовий ресурс, однак він практично не використовується.

В умовах повномасштабної війни Україна отримала досить великий обсяг фінансових ресурсів. Згідно з даними НБУ, розмір міжнародної фі-

¹ Під проциклічною розуміється така монетарна політика, коли підвищення ставок відбувається в періоди криз, а зниження — у періоди зростання.

² Стан виконання державних цільових програм у 2016 році. МЕРТУ, 2017. URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=0f2d1697-5c03-4c5f-be4b-939a1138cdea>

нансової допомоги на 1 червня 2024 р. становив 87,3 млрд дол. (у тому числі у 2022 р. — 32,1 млрд, у 2023 р. — 43,3 млрд дол.)³. Завдяки цим надходженням уряд фінансує близько половини всіх бюджетних витрат, запобігаючи не лише фінансовій та економічній кризам, а й соціальній. Зовнішнє фінансування дозволяє не тільки утримувати від курсового падіння гривню, а і навіть поповнювати міжнародні резерви.

Отримані від міжнародних партнерів валютні кошти через бюджетні видатки надходили на банківські рахунки юридичних і фізичних осіб, втілюючи небачений в Україні після початку 1990-х років процес грошової емісії. Масштаб емісії, здійсненої в Україні під час війни, відображає динаміка кількісних показників грошово-кредитного ринку за основними статтями:

- грошова база: 01.02.2022 р. — 692,8 млрд грн, 01.04.2024 р. — 1007,1 млрд грн, приріст — 314,3 млрд грн., або 45 %;
- грошова маса, МЗ: 01.02.2022 р. — 2047,2 млрд грн, 01.04.2024 р. — 3128,5 млрд грн, приріст — 1081,3 млрд грн, або 53 %⁴.

Потрібно також згадати і стерилізований за цей час ресурс. НБУ з лютого 2022 р. по травень 2024 р. викупив на валютному ринку 58,1 млрд дол., тим самим стерилізувавши понад 2 трлн грн. Також понад 0,3 трлн грн НБУ абсорбував за допомогою депозитних сертифікатів. Ще близько 0,2 трлн грн за цей самий період абсорбував уряд, збільшивши обсяг випущених ОВДП. З урахуванням додатково нагромадженого за період повномасштабної війни в банківських установах ресурсу (депозити, залишки на кореспондентських рахунках і резерви в сукупності становлять 1,2 трлн грн), готівкової гривні (0,15 трлн грн) та іноземної валюти поза банками (21,9 млрд дол.), у цілому за 2022—2024 рр. приріст наявного і потенційного грошового ресурсу у фінансовому секторі України склав 4,6 трлн грн., з них щонайменше 1,5 трлн грн пройшли через банківську систему (табл. 1).

Як наслідок такої потужної емісії і скорочення ВВП у 2022 р., коефіцієнт монетизації економіки України у 2022—2023 рр. зріс з 0,38 до 0,5. Проте таке суттєве збільшення грошей в економіці не спричинило приросту кредитування. Кредитний портфель банків за період війни в абсолютному значенні скоротився на 5 %, у відносному — з 19 до 14 % ВВП. Таким чином, величезний обсяг потенційного кредитно-інвестиційного ресурсу в економіці України не використовується, а навпаки, акумулюється в певних, переважно ліквідних, формах. Зрозуміло, що не вся показана сума може бути використана для кредитування. Значна частина готівки в умовах війни і обмеженої інклюдії перманентно лишатиметься поза банками. Підвищений рівень резервів у банківській системі також є необхідним, а частина іноземної валюти витрачається за кордоном українськими біженцями. Крім того, показану суму не слід розглядати як запас. Це потік, який

³ Щомісячний макроекономічний та монетарний огляд. НБУ, Червень 2024. С. 29. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/MMR_2024-06.pdf?v=7

⁴ Грошово-кредитна статистика. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 01.07.2024).

потенційно міг би бути використаний банками для кредитування за дієвості фінансово-кредитного механізму. До того ж, обсяг кредитного ресурсу, в разі потреби, навіть може бути ще збільшений, зокрема, за:

- використання інструментів сек'юритизації банківських активів. Станом на 1 квітня 2024 р. кредитний портфель банків, класифікований за 1 класом ризику боржника, складав понад 250 млрд грн, а портфель ОВДП у власності банків — 680 млрд грн. Під забезпечення цих активів можна здійснювати цільове рефінансування;

- зваженої емісії під цільове рефінансування банків і фінансування державного боргу, підкріпленого рекордним обсягом міжнародних валютних

Таблиця 1. Динаміка окремих показників приросту грошових ресурсів в Україні

Форма нагромадженого ресурсу	2021 (на кінець періоду)	01.04.2024	Приріст
Переказні депозити *, млрд грн	1018,2	1647,8	629,6
Депозитні сертифікати НБУ, млрд грн	212,8	543,5	330,7
Залишки на кореспондентських рахунках, млрд грн	51,6	281,7	230,1
Обов'язкові резерви у встановленому нормативі **, млрд грн	52,6	372,6	320,0
Приріст наявного грошового ресурсу в банківській системі, р а з о м, млрд грн			1512,4
Іноземна валюта поза банківським сектором ***, млрд дол.	98,4	120,3	21,9
Готівка поза банками, млрд грн	583,5	735,5	152,0
Міжнародні резерви НБУ, млрд дол.	30,9	43,8	12,9
Приріст потенційного грошового ресурсу (без урахування міжнародних резервів НБУ), р а з о м, млрд грн			1030,2
Стерилізація НБУ грошової маси через продаж іноземної валюти на ринку за період з лютого 2022 р. по квітень 2024 р. ****			
Млрд дол.			58,1
Млрд грн			2041,7
Усього грошового ресурсу (наявного, потенційного і стерилізованого) в економіці України у 2022—2024 рр., млрд грн			4584,3

П р и м і т к и: * — до переказних депозитів відносяться кошти на рахунках до запитання; ** — дані наведено станом, відповідно, на 11.01.2022 р. і 01.04.2024 р.; *** — дані наведено станом, відповідно, на 10.01.2022 р. і 01.01.2024 р.; **** — від'ємне сальдо операцій НБУ на валютному ринку.

Джерело: складено автором за: Грошово-кредитна статистика НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 01.07.2024).

резервів НБУ. Станом на 1 квітня 2024 р. обсяг валових резервів у 5,5 разу перевищив середньомісячний обсяг імпорту. Звичайно, міжнародні резерви НБУ не можуть бути прямо використані на кредитування економіки, але вони дають певні гарантії курсової стабільності в разі проведення зваженої емісії⁵. Слід зазначити, що більшість цих інструментів нормативно дозволено до використання в Україні й у поодиноких випадках уже застосовувалася.

Таким чином, завдяки міжнародній допомозі у 2022—2023 рр. в українській економіці був сформований безпрецедентний фінансовий капітал, потенціал якого сягає 4—5 трлн грн, але він не використовується в інтересах економічної відбудови й оборони. Цей факт слугує наочною ілюстрацією **обмеженої інституціональної спроможності держави вільно залучати наявний фінансових ресурс**. Такий висновок зроблено з огляду на те, що більша частина даного ресурсу акумулюється на рахунках державних банків, оскільки їм належить понад 50 % активів банківського ринку, і на рахунках НБУ в процесі стерилізації ним вільної ліквідності через депозитні сертифікати. Відповідно, держава так чи інакше несе відповідальність за те, що абсолютна більшість фінансових ресурсів, які надійшли в українську банківську систему, не перетворюється на кредити. Це обумовлено пріоритетом завдань фінансової стабільності, комерційної прибутковості державних банківських установ і цінової стабільності для НБУ. Саме ці фактори є первинними. По відношенню до них навіть завищена облікова ставка — похідний фактор, хоча вона також суттєво стримує банківське кредитування в цілому.

Все це є певним проявом національної десоверенізації у монетарній сфері. Створення передумов для направлення цих коштів у економіку має стати одним з ключових завдань державної економічної політики. При цьому зазначимо, що, хоча забезпечення стійкості державного бюджету є безумовним пріоритетом фіскальної і важливим завданням монетарної політики, після переходу війни у фазу витривалості завдання економічного стимулювання набуває особливої ваги, отже, і монетарна, і фіскальна політика повинні його також враховувати.

Слід визнати, що практика стерилізації вільної ліквідності й утримання її поза грошово-кредитним ринком має глибокі об'єктивні причини, притаманні не лише малим відкритим економікам. Останнім часом вони характерні, наприклад, і для більш розвинутих країн ЄС. У цілому за економічного спаду і в передових економіках монетарні регулятори виявилися неспроможними підтримати кредитну активність банків. Так, у ЄС банківське кредитування нефінансових корпорацій стагнуло з 2009 р., а в деяких країнах навіть скорочується (Sleibi et al., 2023). Але для малих відкритих економік ці причини поглиблюються структурними та інституційними вадами, а принципова неможливість їх подолання пов'язана насамперед з відсутністю цілеспрямованої державної кредитної політики.

⁵ Статистика фінансового сектору. Грошово-кредитна статистика. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

Основні структурні відмінності малої відкритої економіки з недоформованим фінансовим ринком полягають у крихкій валютній стабільності. Наслідками цього є іманентно вищий рівень системного ризику і високі кредитні ставки. Слабкість національної валюти обмежує малу відкритую економіку в її можливостях кредитного розширення традиційними або нетрадиційними монетарними методами — зниженням ставок чи операціями з постання ліквідності на відкритому ринку. Цьому є три ключові причини.

По-перше, великий ризик того, що в умовах спаду (коли зазвичай і виникає потреба в кредитному стимулюванні) емітована ліквідність направлятиметься переважно на валютний ринок, що може спровокувати девальвацію. При цьому зниження ставок спричинятиме девальвацію внаслідок перетікання капіталу за кордон у більш надійні або дохідні юрисдикції.

По-друге, малі відкриті економіки, як правило, не мають власного розвинутого виробництва і тому ліквідність спрямовуватиметься здебільшого в сегмент короткострокового споживчого кредитування і сферу торгівлі, тобто підтримуватиме імпорт. Кредитування також буде спрямовано в сировинний сектор, що лише посилюватиме вразливість такої економіки до раптових змін кон'юнктури на сировинних ринках. Водночас кредитуванню технологічних та інноваційних напрямів діяльності перешкоджає невизначеність щодо їх перспектив за нульової толерантності центробанку до додаткових ризиків.

Це є ключові структурні вади малої відкритої економіки в монетарній сфері. Однак визначальна причина того, що в Україні величезний обсяг грошей не перетворюється на кредит у економіці, пов'язана з тим, що, з огляду на ризики девальвації та інфляції, у рамках дотримання режиму жорсткого інфляційного таргетування для НБУ простіше зв'язати і утримувати емітовані кошти в межах банківської системи. Незв'язана грошова маса поза банками поступово переводиться в іноземну валюту і створює додатковий тиск на курс, а відтак і інфляцію. Крім того, є підстави вважати, що додатково до затиснення кредитного механізму призводить і занижений рівень встановленого таргета (Геєць, Гриценко, 2013; Кораблін, 2023).

Усе це й обумовлює парадокс у монетарній сфері України — кредитну стагнацію за кратного збільшення грошового ресурсу. Проте, чи є така ситуація специфічною особливістю української монетарної політики? Аналіз зарубіжного досвіду після 2008 р. показує, що такий парадокс, радше, є системною вадою сучасного монетарного регулювання. У загальному випадку теорія монетарного мейнстріму, все ще поширеного на даному етапі, у теоретичному обґрунтуванні передбачає регулювання економічної активності зміною ставки процента. Згідно з монетаристською теорією, гроші нейтральні в довгостроковому періоді й тому не порушують ринкових механізмів, крім як через зміну рівня цін, який потрібно контролювати ставкою процента. Водночас будь-які інші адресні державні стимули — податкові пільги, спеціальні кредитні програми тощо — можуть перекручувати попит і ринкову рівновагу, тому їх потрібно уникати (Alesina et al., 2002).

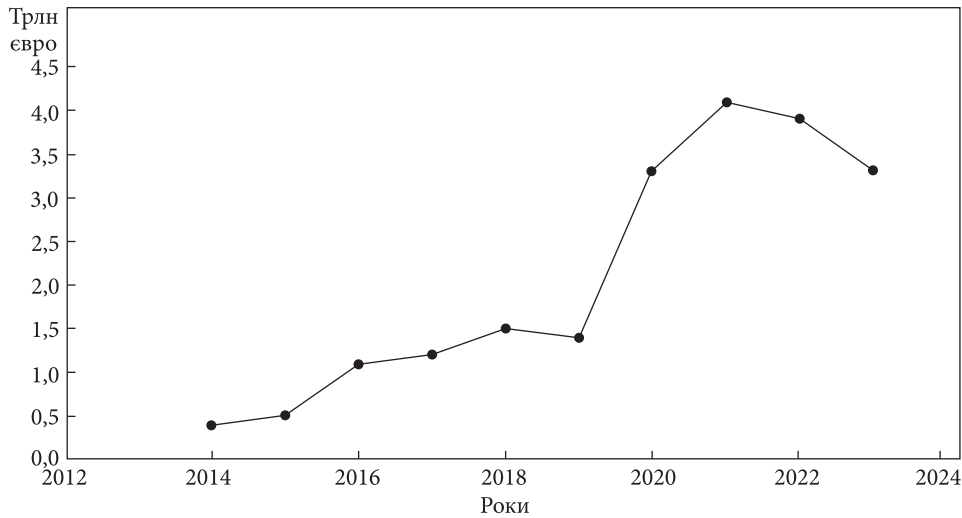


Рис. 1. Зростання надлишкової ліквідності банків Єврозони під впливом програм кількісного пом'якшення ЄЦБ, трлн євро

Джерело: побудовано автором за: Minimum reserves and liquidity. ECB. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/minimum_reserves/html/index.en.html

Однак практика останніх 15 років показала, що, коли держави намагалися стимулювати економічну активність виключно монетарними важелями, це зрештою вилилось у зростання вільної ліквідності з обмеженим кредитним розширенням. Так, наприклад, у березні 2015 р. ЄЦБ запустив програму кількісного пом'якшення. Купівля активів спричинила швидке й сильне збільшення «надлишкової ліквідності» (excess liquidity). Остання визначається як сума резервів центрального банку, що перевищує резервні вимоги, і еквівалент депозитів центрального банку і має тенденцію до накопичення (Horst, Neyer, 2020). Динаміку зростання такої ліквідності в Єврозоні показано на рис. 1.

Коли ж в умовах неочікуваного сплеску інфляції держави та їх центробанки, відповідно до режиму інфляційного таргетування, вдалися до обмежувальної політики, довелося нести надзвичайні витрати на стерилізацію нагромадженої раніше ліквідності, щоб вона не перетворювалася на кредити. Яскравим наслідком такої ситуації стали витрати розвинутих держав, понесені ними у вигляді виплат центральними банками премій банківському сектору за стерилізовану вільну ліквідність. У західних країнах для боротьби з інфляцією у 2022 р. було запроваджено механізм, за яким банки отримували дохід на рівні депозитної ставки за суму своїх резервів. Оскільки у 2022—2023 рр. ключові ставки було підвищено майже з 0 до 5—5,5 %, комерційні банки, внаслідок спроби центробанків досягти інфляційного таргету, отримали величезні прибутки. Так, у 2023 р. ЄЦБ сплатив банкам Єврозони понад 140 млрд євро, ФРС — американським банкам понад 160 млрд дол., а Банк Англії — понад 40 млрд фунтів стерлінгів (De Grauwe,

ї, 2024). Цікаво, що і реакція суспільства на такий «водоспад» дохідності була схожою — в ЄС і Україні в тому ж році було здійснено спроби запровадити податки на надзвичайні банківські доходи (Martins, 2024).

Звичайно, не слід повністю ототожнювати ситуацію в Україні з подіями в більш розвинутих країнах, зокрема, і через окреслені особливості. Водночас і в Україні у 2022—2023 рр. комерційні банки отримали надзвичайні прибутки на рівні 80 млрд грн за придбані депозитні сертифікати НБУ, які останній продавав за високою ставкою, щоб не випустити вільну ліквідність банківської системи на ринок (Шаповал, 2023). У цей період вкладення в депозитні сертифікати НБУ стали для банків основним прибутковим видом діяльності замість кредитування (Гаркавенко, Єршова, 2023). І українські банки були за це обкладені додатковим податком. Подібність таких специфічних процесів у різних за рівнями розвитку економіках дає підстави говорити не про особливості реалізації монетарного регулювання в Україні, а про системні вади режиму інфляційного таргетування. Наявність цих вад унеможливує ефективне кредитне стимулювання економіки монетарним інструментарієм у рамках режиму жорсткого інфляційного таргетування.

Чи є цьому можлива альтернатива? Відштовхуючись від протилежного, доводиться говорити про неможливість активізації кредитної підтримки банками без втручання держави і її активної економічної політики. Виключно ринковий монетарний інструментарій уже досить давно демонструє неефективність у цьому відношенні, тоді як державні стимули дістають дедалі більше схвалення на практиці. Що характерно, державні витрати виявляються більш дієвим стимулом, ніж податкові пільги, принаймні в короткостроковому періоді (Hemming et al. 2002).

Отже, передусім потрібно вжити додаткових заходів для забезпечення валютної стабільності. В умовах валютної лібералізації країні із слабкою валютою, щоб не спровокувати порушення балансу на валютному ринку, доводиться вдаватися до більш жорсткої монетарної політики, зокрема, тримати високі ставки і стримувати кредитування. Іншим наслідком такої закономірності є необхідність нагромадження центробанками малих відкритих економік з власними валютами великих обсягів міжнародних валютних резервів. Нагромаджені обсяги резервів у малих відкритих економіках у відносних показниках до ВВП не лише набагато перевищують відповідні показники розвинутих країн з потужними експортними галузями, але й у декілька разів є вищими за умовні нормативи МВФ щодо мінімально необхідного рівня резервів (рис. 2). Це ще один прояв неспроможності таких країн вільно використовувати приріст ліквідності.

Так, виражені в місячних обсягах імпорту міжнародні офіційні резерви центробанків таких країн, як Болгарія, Хорватія, Чехія, Молдова, Сербія, перевищують їх власні місячні обсяги імпорту в 5—7 разів⁶, хоча нор-

⁶ Total reserves in months of imports. *World Bank Group*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO?locations=XD> (дата звернення: 01.07.2024).

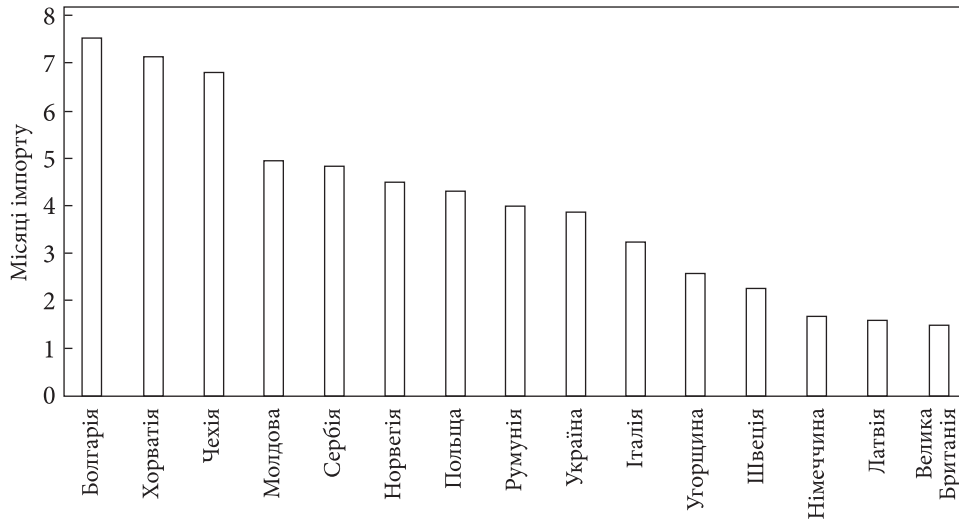


Рис. 2. Обсяг міжнародних валютних резервів центральних банків європейських країн на 1 січня 2023 р., місяці імпорту

Джерело: складено автором за: Total reserves in months of imports. World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.MO?locations=XD> (дата звернення: 01.07.2024).

матив МВФ для підтримки фінансової стабільності на випадок криз передбачає необхідність лише триразового перевищення. Проте під час серйозних фінансових потрясінь нагромаджені резерви не забезпечують фінансової стабільності для таких країн. Як правило, попередні успішні нагромадження завершуються впровадженням валютних обмежень після даремно спалених у ході валютних інтервенцій резервів. З огляду на це, розбудова раціональної системи валютного регулювання з офіційно проголошеними цілями обмеження волатильності обмінного курсу, доповнена запровадженням політики регулювання фінансової відкритості й контролю за потоками капіталу, в тому числі й засобами макропруденційного інструментарію, є важливою передумовою реалізації кредитної підтримки структурного розвитку економіки. Натомість актуальні виклики й майбутні потреби економічного відродження зумовлюють розвиток державних заходів для розблокування кредитної підтримки економіки і використання нагромадженого й потенційного національного фінансового капіталу на цілі економічного розвитку.

Одним з важливих напрямів подолання такої залежності виступає національно укорінена монетарна політика, орієнтована на підтримку внутрішньої економічної активності, послаблення впливу зовнішньої кон'юнктури на фінансову стабільність і реалізацію потенціалу монетарного регулювання задля утримання стійкого і структурно виваженого розвитку національної економіки. За своєю суттю національно укорінена політика в грошово-кредитній сфері — це коло заходів фінансових органів, спрямованих на посилення інституційної спроможності держави вільно викорис-

товувати наявний кредитно-інвестиційний ресурс. У даному випадку вільне використання означає не лише доступ, але й можливість вільно ним оперувати, зокрема акумулювати й перерозподіляти без ризику погіршення фінансової стабільності. Те, що активізація кредитування неможлива без активного сприяння держави, підтверджує недавній досвід ЄС, адже після 2009 р. там спостерігаються переважно від'ємні темпи приросту кредитного портфелю банків (рис. 3).

З рис. 3 добре видно, що в середньому по ЄС після 2009 р. єдиним роком, коли кредитні портфелі банків відновили зростання, став 2020 р. Його особливість полягає в тому, що тоді в більшості країн ЄС, зокрема Східної Європи, у рамках боротьби з наслідками COVID-19 були реалізовані масштабні цільові програми рефінансування для кредитної підтримки малого бізнесу в рамках Цільових довгострокових операцій з рефінансування (Targeted longer-term refinancing operations — TLTRO) (Berk, End, 2022). У попередні роки також реалізовувалися масштабні програми рефінансування, але вони, по суті, не мали ціллю конкретні сфери діяльності, а видавалися банкам, радше, для підтримки їх ліквідності, оскільки передбачалося, що цього буде достатньо і потім банки самі вже активізуватимуть кредитну діяльність.

Такий досвід ЄС дає підстави стверджувати, що відновлення кредитування економіки в даних умовах є можливим саме в рамках цільових державних програм кредитування. На це вказує і високий попит на державні програми пільгового кредитування в Україні. У 2022—2023 рр. крім карткового кредитування нове кредитування бізнесу відбувалося здебільшого

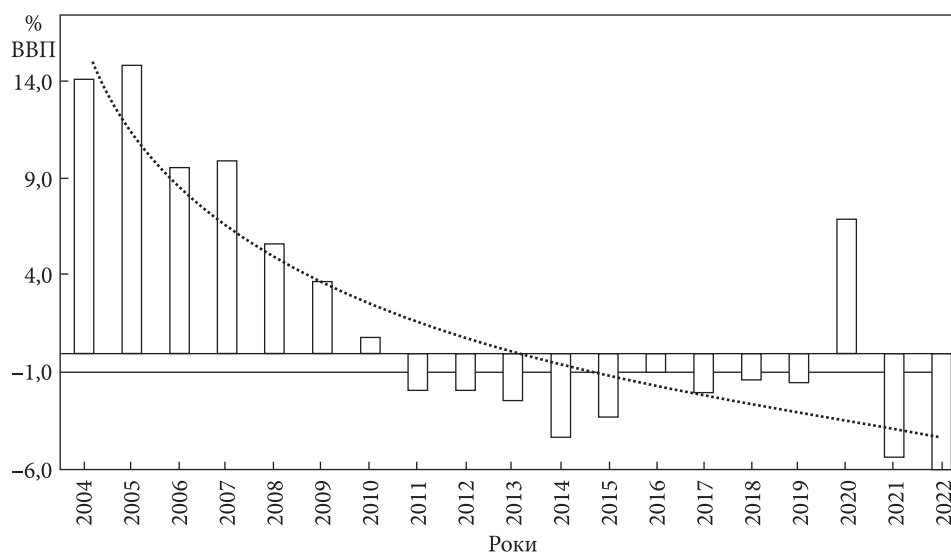


Рис. 3. Середні темпи приросту виданих банками ЄС кредитів у 2004—2022 рр., % ВВП

Джерело: складено автором за: Global Financial Development. World Bank Group. URL: <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development> (дата звернення: 01.07.2024).

в рамках програм «Доступні кредити 5-7-9%», а громадян — «єОселя». Кредити за програмою «Доступні кредити 5-7-9%» складають близько третини працюючого портфеля гривневих кредитів бізнесу, при цьому понад половину обсягу цих кредитів видали державні банки (Дзюблюк, 2023). Однак наразі переважна частина цих кредитів надається у сфері сільського господарства і торгівлі, хоча ці напрями складно назвати пріоритетними в умовах війни.

Ще одним прикладом на користь твердження про важливість державного стимулювання активізації цільового кредитування може слугувати досвід відбудови Японії після Другої світової війни, коли повоєнне економічне відновлення країни забезпечила державна програма індустріалізації. Під цю програму державою централізовано акумулювалися ресурси, зокрема фінансові. Так само переважно централізовано вони перерозподілялися за найбільш перспективними напрямами розвитку промислового виробництва. Пріоритет надавався напівпровідниковій, електротехнічній промисловості, верстато-, судно- і автомобілебудуванню. У цих галузях зосереджувалися фінансові й матеріальні ресурси, кваліфіковані спеціалісти, їм надавалися податкові пільги. Кредитна емісія здійснювалася перманентно. В умовах фактичної відсутності ринку капіталу підприємства отримували кредити в комерційних банках за рахунок коштів, наданих Банком Японії, а останній надавав їх переважно в рамках державних програм розвитку (Johnson, 2007).

З огляду на окреслені вихідні умови, для повоєнного відновлення банківська система повинна включати як інститути централізованого перерозподілу фінансового інвестиційного капіталу в рамках державних програм розвитку промислового виробництва, так і сегмент приватних банків для задоволення інших економічних потреб. Роль державних банків розвитку в економічній політиці для згладжування ринкових недосконалостей останнім часом дістає дедалі більше позитивних відгуків (Mazzucato, Penna, 2016). Українська держава наразі має потужний пул повнофункціональних банків для того, щоб стимулювати акумулювання наявного фінансового ресурсу на банківських рахунках і цільового кредитного фінансування інвестиційних проєктів у пріоритетних сферах. Як показує приклад програм пільгового кредитування, державні банки здатні успішно їх реалізовувати. Але існує потреба в більш цілеспрямованому акумулюванні й направленні наявних ресурсів на розвиток інших пріоритетних сфер, зокрема виробництва. І це потребує затвердження спеціалізації державних банків на пріоритетних напрямах. Ідеться про закріплення пріоритетної сфери за кожним державним банком — за прикладом успішного японського досвіду. Так, можливо, Укргазбанк або Сенсбанк доцільно спеціалізувати на кредитуванні оборонпрому; посилити нормативне закріплення експортно-імпоротної сфери за Укрексімбанком; Ощадбанк крім акумулювання заощаджень населення має спеціалізуватися на кредитуванні будівництва; кредитування інноваційних стартапів МСП закріпити за Приватбанком.

Формалізована спеціалізація дасть підстави для оцінювання і встановлення вимог щодо фактичної ефективності роботи державних банківських установ. Без такої спеціалізації номінальним критерієм ефективності є їх прибутковість, що, як правило, суперечить інтересам кредитно-інвестиційної підтримки розбудови економіки. Розподіл спеціалізації доцільно доповнити створенням або виокремленням спеціальної державної установи — банку розвитку, який забезпечуватиме взаємодію з міжнародними інвесторами в рамках затвердженого урядом переліку інвестиційних проєктів відповідно до офіційно визначених національних економічних пріоритетів. Це сприятиме налагодженню механізму співпраці з міжнародними фінансовими донорами, через який відбуватимуться залучення і перерозподіл фінансової допомоги. У подальшому наявність такої установи може відкрити перспективи раціонального використання цільової монетарної емісії (Гриценко, 2023).

Для сприяння розширенню кредитної активності державних банків також доцільно затвердити на урядовому рівні перелік пріоритетних видів економічної діяльності й підтримати їх державним інструментарієм, зокрема спеціальним режимом оподаткування, спрощеною звітністю, спеціальними кредитними програмами. Пріоритизація видів економічної діяльності означатиме наявність стійкого попиту на продукцію певних підприємств, отже, допоможе не лише формувати цілі кредитної діяльності державних банків, але й відповідним чином адаптувати до цих напрямів скорінг кредитних заявок приватних банків.

У практичній площині формування національно укоріненої монетарної політики вимагає узгодження заходів НБУ з урядом у таких напрямках:

- на офіційному рівні визначити перелік пріоритетних видів діяльності, які потребують кредитно-інвестиційної підтримки;
- узгодити взаємодію в частині налагодження механізмів акумуляції і перерозподілу фінансових ресурсів на користь пріоритетних напрямів;
- створити спеціалізований орган, відповідальний за реалізацію державної політики розвитку промисловості й систему кредитно-інвестиційних інституцій для перерозподілу фінансового капіталу за пріоритетними напрямками, яка включатиме спеціалізовані державні банки і банки розвитку;
- оптимізувати витрати НБУ для збільшення ресурсу державних програм цільового пільгового кредитування;
- створити систему заохочення заощаджень на спеціальних рахунках для фінансування урядових програм розвитку.

Безумовно важливим є перегляд пріоритетів монетарної політики в напрямі узгодження інтересів цінової стабільності з потребами кредитної підтримки економіки та її ВПК. Визначення рівня інфляційного таргету має враховувати цілі економічного зростання, а не навпаки. Інфляційна ціль повинна підпорядковуватися пріоритету економічного зростання, а заходи — включати застосування НБУ всіх наявних у нього інструментів монетарного регулювання для посилення стимулів комерційних банків до

кредитування. Це передбачає перегляд вимог до оцінювання ризиків кредитної діяльності комерційних банків з метою посилення їх мотивації до кредитування в умовах війни і підвищеного ризику втрати застави. У разі реалізації зазначених заходів зниження облікової ставки матиме продуктивний вплив на кредитний ринок і структурний розвиток економіки. Інакше — просте зниження облікової ставки лише простимулює кредитування споживчого імпорту, як це й відбулося в період 2016—2020 рр.

ВИСНОВКИ

Проведений аналіз дає підстави виокремити два моменти, критичних для побудови національно укоріненої монетарної політики і продуктивного функціонування банківського сектору України в умовах війни й під час повоєнного відновлення. Перший — контрольованість обмінного курсу, другий — продуктивне використання нагромадженої ліквідності в інтересах розвитку економіки за пріоритетними напрямками. Реалізація першого моменту не має іншої альтернативи, ніж засобами системи валютного контролю з використанням обмежень на операції з іноземною валютою і рух транскордонних потоків капіталу. Півторарічна практика валютного регулювання НБУ під час повномасштабної війни засвідчила переважну дієвість такої політики, а також окреслила прогалини й шпарини для втечі капіталу. Потреба в їх планомірному усуненні та оптимізації і зумовлює необхідність формування комплексної системи регулювання фінансової відкритості країни, головним елементом якої виступає валютний контроль з інструментами регулювання руху фінансових потоків у іноземній валюті.

Другий момент також безальтернативно пов'язаний із спеціалізованими кредитними інституціями з державною участю. Як показує українська і порівнянна зарубіжна практика, ринкові механізми в поточних умовах з об'єктивних причин не забезпечують процесу кредитування реального сектору економіки. Фінансування пріоритетних для економіки воюючої країни сфер вимагає контрольованого процесу кредитної емісії, доповненої заходами локалізації емітованої грошової маси. Переважно функціональний, а не ринковий характер такого фінансування більшою мірою може бути реалізований у державному сегменті банківської системи.

Виходячи з окреслених умов банківська система України для повоєнного відновлення повинна включити інститути централізованого перерозподілу фінансового інвестиційного капіталу в рамках державних програм розвитку промислового виробництва, а також сегмент приватних банків для задоволення інших економічних потреб. Наразі держава має потужний пул повнофункціональних банків для того, щоб стимулювати акумулювання наявного грошового ресурсу на банківських рахунках і завдяки цьому здійснювати цільове кредитне фінансування інвестиційних проєктів у пріоритетних сферах.

Статтю підготовлено в рамках наукового проєкту «Формування засад національно укоріненої стійкості та безпеки економічного розвитку України в умовах гібридної системи «мир-війна»» (держ. реєстраційний № 0123U100965).

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Кораблін, С. (2017). Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків. Моногр. Київ, Ін-т екон. та прогноз. НАН України. 308 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/292.pdf>
- Бублик, Є. (2022). Посилення валютного регулювання в Україні в умовах ескалації воєнних дій. *Економіка України*. 65. 10 (731). 35-50. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.035>
- Бублик, Є. (ред.) (2023). Ефективність грошово-кредитної політики в Україні в умовах глобальної економічної дестабілізації. Кол. моногр. Київ, Ін-т екон. та прогноз. НАН України. 216 с. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/12/Efektivnist-hroshovo-kredytnoi-polityky-v-Ukraini.pdf>
- Sleibi, Y., Casalin, F., Fazio, G. (2023). Unconventional monetary policies and credit co-movement in the Eurozone. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 85. 101779. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101779>
- Геєць, В., Гриценко, А. (2013). Вихід з кризи (роздуми над актуальним у зв'язку з прочитаним). *Економіка України*. 56. 6 (619). 4-19. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2013_6_2
- Кораблін, С. (2023). Інфляційне таргетування в Україні: окремі аспекти, результати та висновки. *Фінанси України*. № 7. С. 37—53. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.07.037>
- Alesina, A., Ardagna, S., Perotti, R., Schiantarelli, F. (2002). Fiscal policy, profits, and investment. *American economic review*. 92(3). 571-589. <https://doi.org/10.1257/00028280260136255>
- Horst, M., Neyer, U. (2020). The impact of quantitative easing on bank loan supply and monetary policy implementation in the euro area. *Review of Economics*. 70(3). 229-265. <https://doi.org/10.1515/roe-2019-0033>
- De Grauwe, P., Ji, Y. (2024). How to conduct monetary policies. The ECB in the past, present and future. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 143. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103048>
- Martins, A. (2024). Banks stock market reaction to the Italian and Spanish windfall tax announcement: an event study. *Journal of Bank Regulation*. May 08. <https://doi.org/10.1057/s41261-024-00246-x>
- Шаповал, Ю. (2023). Грошово-кредитна політика України у воєнний та повоєнний періоди. За матеріалами наукового повідомлення на засіданні Президії НАН України 3 травня 2023 року. *Вісник Національної Академії наук України*. № 7. С. 79—85. <https://doi.org/10.15407/visn2023.07.079>
- Гаркавенко, В., Єршова, Г. (2023). Процентна політика Національного банку України та її вплив на економіку країни. *Економіка України*. 66. 11 (744). 27-51. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027>
- Hemming, R., Kell, M., Mahfouz, S. (2002). The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature. *IMF Working papers*. No. 2002/208. 52 p. URL: https://econpapers.repec.org/paper/imfifwpa/2002_2f208.htm

- Berk, J., van den End, J. (2022). Excess liquidity and the usefulness of the money multiplier. *Credit and Capital Markets — Kredit und Kapital*. Vol. 55. Iss. 4. P. 457—488. <https://doi.org/10.3790/ccm.55.4.457>
- Дзюблюк, О. (2023). Проблеми активізації банківського кредитування реального сектору економіки в умовах воєнного стану. *Вісник економіки*. Вип. 3. С. 8—25. <https://doi.org/10.35774/visnyk2023.03.008>
- Johnson, C. (2007). *Miti and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925—1975*. Stanford, Calif, Stanford University Press, 409 p. <https://doi.org/10.1017/S0008423900023702>
- Mazzucato, M., Penna, C. (2016). Beyond market failures: The market creating and shaping roles of state investment banks. *Journal of economic policy reform*. 19(4). 305-326. <https://doi.org/10.1080/17487870.2016.1216416>
- Гриценко, А. (2023). Національно укорінений розвиток економіки як локальна відповідь на глобальні геоекономічні зрушення. *Економіка України*. 66. 4 (737). 38-54. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.04.038>

Надійшла 12.06.2024

Прорецензована 28.06.2024

Доопрацьована 30.07.2024

Підписана до друку 08.08.2024

REFERENCES

- Korablin, S. (2017). Macroeconomic dynamics of Ukraine: the trap of raw materials markets. Kyiv. 308 p. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/292.pdf> [in Ukrainian].
- Bublyk, Ye. (2022). Strengthening foreign exchange regulation in Ukraine amid the escalation of hostilities. *Economy of Ukraine*. 65. 10 (731). 35-50. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.035> [in Ukrainian].
- Bublyk, Ye. (Ed.) (2023). Effectiveness of monetary policy in Ukraine in conditions of global economic destabilization. Kyiv. 216 p. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/12/Efektyvnist-hroshovo-kredytnoi-polityky-v-Ukraini.pdf> [in Ukrainian].
- Sleibi, Y., Casalin, F., Fazio, G. (2023). Unconventional monetary policies and credit co-movement in the Eurozone. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 85. 101779. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101779>
- Heets, V., Grytsenko, A. (2013). The way out from a crisis (Reflections about actual things after the reading). *Economy of Ukraine*. 56. 6 (619). 4-19. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/EkUk_2013_6_2 [in Ukrainian].
- Korablin, S. (2023). Inflation targeting in Ukraine: individual aspects, results and conclusions. *Finance of Ukraine*. No. 7. P. 37-53. <https://doi.org/10.33763/finukr.2023.07.037> [in Ukrainian].
- Alesina, A., Ardagna, S., Perotti, R., Schiantarelli, F. (2002). Fiscal policy, profits, and investment. *American economic review*. 92(3). 571-589. <https://doi.org/10.1257/00028280260136255>
- Horst, M., Neyer, U. (2020). The impact of quantitative easing on bank loan supply and monetary policy implementation in the euro area. *Review of Economics*. 70(3). 229-265. <https://doi.org/10.1515/roe-2019-0033>
- De Grauwe, P., Ji, Y. (2024). How to conduct monetary policies. The ECB in the past, present and future. *Journal of International Money and Finance*. Vol. 143. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103048>

- Martins, A. (2024). Banks stock market reaction to the Italian and Spanish windfall tax announcement: an event study. *Journal of Bank Regulation*. May 08. <https://doi.org/10.1057/s41261-024-00246-x>
- Shapoval, Yu. (2023). Ukraine's monetary policy during the war and post-war periods (according to the materials of report at the meeting of the Presidium of the NAS of Ukraine, May 3, 2023). *Visn. Nac. Acad. Nauk Ukr.* No. 7. P. 79-85. <https://doi.org/10.15407/visn2023.07.079> [in Ukrainian].
- Harkavenko, V., Yershova, G. (2023). Interest rate policy of the National Bank of Ukraine and its impact on the country's economy. *Economy of Ukraine*. 66. 11 (744). 27-51. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.11.027> [in Ukrainian].
- Hemming, R., Kell, M., Mahfouz, S. (2002). The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature. *IMF Working papers*. No. 2002/208. 52 p. URL: https://econpapers.repec.org/paper/imfimfwpa/2002_2f208.htm
- Berk, J., van den End, J. (2022). Excess liquidity and the usefulness of the money multiplier. *Credit and Capital Markets — Kredit und Kapital*. Vol. 55. Iss. 4. P. 457-488. <https://doi.org/10.3790/ccm.55.4.457>
- Dziubliuk, O. (2023). Problems of intensification of bank lending to the real sector of the economy in the conditions of martial law. *Herald of Economics*. Vol. 3. P. 8-25. <https://doi.org/10.35774/visnyk2023.03.008> [in Ukrainian].
- Johnson, C. (2007). MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975. Stanford, Calif., Stanford University Press, 409 p. <https://doi.org/10.1017/S0008423900023702>
- Mazzucato, M., Penna, C. (2016). Beyond market failures: The market creating and shaping roles of state investment banks. *Journal of economic policy reform*. 19(4). 305-326. <https://doi.org/10.1080/17487870.2016.1216416>
- Grytsenko, A. (2023). Nationally rooted economic development as a local response to the global geoeconomic shifts. *Economy of Ukraine*. 66. 4 (737). 38-54. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2023.04.038> [in Ukrainian].

Received on June 12, 2024

Reviewed on June 28, 2024

Revised on July 30, 2024

Signed for printing on August 8, 2024

Yevhen Bublyk, Dr. Sci. (Econ.), Senior Research Fellow,
Head of the Department of Monetary and Credit Relations
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
26, Panasna Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

MONETARY POLICY AND CREDIT
SUPPORT OF THE ECONOMY IN CONDITIONS
OF WAR AND GLOBAL INSTABILITY

The aggravation of global instability challenges, caused by the critical accumulation of socio-economic contradictions, foregrounds at the international level the problem of ensuring resilient development of the national economy, free from negative external influences. In this context, there is a need to revise existing approaches to the implementation of monetary policy as a tool for supporting resilient nationally rooted economic development.

It is shown that thanks to international aid in 2022-2023, unprecedented financial capital was formed in Ukrainian economy which is not used in the interests of economic reconstruction and defense, but is sterilized within the framework of the existing monetary regulation model in the NBU's accounts, as well as in domestic government bonds and other liquid short-term instruments. This is a consequence of the weak institutional capacity of the state to freely use available financial resources, the inadequacy of chosen monetary policy model to current challenges and a certain manifestation of national de-sovereignization in the monetary sphere.

Tasks critical for the design of nationally rooted monetary policy and the productive functioning of Ukraine's banking sector in wartime and in the period of post-war recovery are identified and substantiated. Such tasks are controllability of exchange rate and productive use of accumulated liquidity in the interests of economic development in priority directions. Implementation of the first point requires the development of currency control system using restrictions on foreign currency transactions and on the movement of cross-border capital flows. Solving the second task requires the involvement of specialized credit institutions with state participation. Financing of priority areas for the economy of a warring country involves the controllability of credit issuance process, supplemented by measures to localize the issued money supply with the entire array of monetary policy instruments available to the NBU.

Keywords: *monetary policy; bank lending; inflation targeting; money supply; global instability; financial mechanisms of development.*