

4. Нацкомітет з промислового розвитку підбив підсумки року своєї роботи і затвердив пріоритети на наступний. 2017. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/250341934>
5. Наказ Мінекономрозвитку від 18.05.2017 №717 «Про затвердження персонального складу комісії з формування переліку вітчизняної техніки та обладнання для агропромислового комплексу, вартість яких частково компенсується за рахунок коштів державного бюджету». URL: <https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=cf0004ae-1148-4a68-ae0-87b0149fdd21&title=NakazMinekonomrozvitkuVid18-05-2017-717-proZatverdzhenniaPersonalnogoSkladuKomisiiZFormuvanniaPerelikuVitchiznianoiTekhnikiTaObladnanniaDliaAgropromislovogoKompleksu-VartistYakikhChastkovoKompensutsiaZaRakhunokKoshtivDerzhavnogoBiudzhetu>
6. Гіршфельд А. Cui bono? Або “Кому вигідно”? LB.ua. 2018. URL: https://lb.ua/economics/2018/07/09/402366_cui_bono_vigodno.html
7. Завдяки держпідтримці аграрії придбали на 30% більше української техніки. (2020) URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2020/01/2/655488/>
8. Концептуальні основи статистичного моніторингу : монографія / Д. Д. Айстраханов, М. В. Пугачова, В. С. Степашко та ін. ; за ред. М. В. Пугачової. К. : ІВЦ Держкомстату України, 2003. 343 с.
9. Методологічні положення державного статистичного спостереження "Наявність сільськогосподарської техніки". URL: https://ukrstat.gov.ua/norm_doc/2023/94/94.pdf

Кричевська Тетяна Олександрівна,
доктор економічних наук, старший науковий співробітник,
провідний науковий співробітник сектору інституційної
економіки відділу економічної теорії;
Романовська Наталія Іванівна,
кандидат економічних наук, доцент,
науковий співробітник сектору галузевих ринків відділу
секторальних прогнозів та кон'юнктури ринків;
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

ЩОДО МЕТОДОЛОГІЇ АНАЛІЗУ ПОТЕНЦІАЛУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ ТА В МАЙБУТНЬОМУ

Розглядаючи потенціал і обмеження монетарної політики в Україні на сучасному етапі і в майбутньому, доцільно, *по-перше*, виявити можливості і обмеження, що склалися для монетарної політики у глобальній економіці і як їх використовують розвинуті економіки. *По-друге*, необхідно з'ясувати специфічні обмеження для макроекономічного стимулювання в економіках з ринками, що формуються. *По-третє*, слід розглянути обмеження в монетарній сфері, що склалися в Україні до початку повномасштабної

російської воєнної агресії, успадковані з попередньої історії і, *по-четверте*, розкрити обмеження, що виникли в Україні в умовах повномасштабної російської воєнної агресії.

У відповідь на глобальну фінансову кризу (ГФК) розвинуті економіки застосовували більшою мірою монетарні стимули [1]. Після ГФК бюджетні дефіцити розвинутих економік досягли максимального значення у 2009 р., а відтоді скорочувалися. Щодо монетарного стимулювання, то у США кількісне пом'якшення (QE) завершилося у жовтні 2015 р., але сума активів на балансі ФРС не зменшувалася; у єврозоні програма викупу активів тривала до 2018 р. і була відновлена в кінці 2019 р.; у Великій Британії її було відновлено у 2016 р. у зв'язку з брекзитом. Надання провідними економіками переваги монетарному стимулюванню перед фіскальним у боротьбі з глобальною фінансовою кризою 2008–2009 рр., з одного боку, пояснювалося тим, що допомоги потребували, передусім, самі винуватці цієї кризи – фінансові установи, надто великі, щоб збанкрутувати. З іншого боку, у цьому відображалися панівні погляди на відносну ефективність держави і ринків. Фіскальну політику протягом декількох останніх десятиліть провідні економіки, передусім європейські, обмежували жорсткими фіскальними правилами, вважаючи виборних політиків, що її формують, нездатними "переграти" ринки і схильними до зловживань [2]. Щодо монетарних стимулів таких обмежень не було з огляду на дуже низькі, нерідко нижчі від цільових орієнтирів, рівні інфляції у розвинених економіках.

Коронакриза, вимагаючи цільового характеру державної підтримки, який здатна забезпечити фіскальна політика, пододала фіскальний консерватизм провідних економік. Отже, на цьому етапі у розвинутих економіках фіскальні стимули почали активно поєднуватися з монетарними. У цілому в групі розвинутих економік розмір фіскального пакету для боротьби з коронакризою за період з січня 2020 р. до 27 вересня 2021 р. становив 23,07% від ВВП 2020 р.

Окрім антикризового фіскального пакету, націленого на боротьбу з пандемією, адміністрація Дж. Байдена розробила ще два довгострокових пакети фіскально-бюджетного стимулювання економіки – Американський план створення робочих місць та Американський план підтримки сімей. Президент США Дж. Байден відстоює активну промислову політику [3]. У Європі також діють фактори, що збільшують можливості фіскального стимулювання, яке зустрічало значний опір північних членів. Європа більше не стикається головним чином із кризами, викликаними необґрунтованою політикою окремих країн. Натомість їй доводиться протистояти спільним зовнішнім потрясінням, таким як пандемія, енергетична криза та війна в Україні. Ці потрясіння надто великі, щоб країни могли впоратися з ними самостійно [4]. Отже, виникає менше протидії вирішенню цих проблем шляхом спільних фінансових заходів. Реакція Європи на пандемію підтвердила цю нову реальність: було створено фонд NextGenerationEU у розмірі 750 млрд євро, щоб допомогти державам-членам ЄС вирішити

проблеми переходу до «зеленого» та цифрового розвитку. Вперше для створення цього фонду випущено спільні облігації 19 країн єврозони.

Причинами переходу центральних банків розвинутих економік до радикального посилення монетарної політики в умовах шоків пропозиції у 2022 р. стали: 1) настільки високий ступінь невизначеності щодо характеру і тривалості шоків відносних цін, що виникає загроза укорінення інфляції і зміни поведінки суб'єктів ціноутворення; 2) загроза довірі антиінфляційної спроможності центральних банків з огляду на поєднання потужних монетарних і фіскальних стимулів, що може трактуватися як радикальна зміна режиму макроекономічної політики; 3) запізнiла реакція вимагала би більш жорсткої монетарної політики в майбутньому, а отже, більших втрат виробництва та зайнятості [5].

Втім, перехід до більш жорсткої монетарної політики в розвинутих економіках відбувається в межах режиму збільшення ролі держави в економіці в умовах досягнення обмежень глобалізації, посилення геополітичної напруги і зростання ролі глобальних шоків пропозиції.

Тепер розглянемо загальні обмеження для монетарного стимулювання в економіках з ринками, що формуються. *По-перше*, в цій групі економік потенціал макроекономічного стимулювання обмежується через його більш потужний вплив на обмінні курси – з огляду на значну залежність цих країн від споживчого імпорту, слабкіше заякорені інфляційні очікування, офшоризацію, залежність їхніх фінансових ринків від міжнародних фінансових організацій і зовнішніх портфельних інвесторів з низькою довірою до інституційної спроможності цих держав освоїти стимулюючий імпульс всередині країни. Вищий ефект перенесення обмінного курсу на інфляцію означає, що центральні банки економік з ринками, що формуються, змушені більш агресивно підвищувати процентні ставки, щоб стримувати інфляційний тиск. Вплив на інфляцію шоку цін на нафту також набагато сильніший у країнах з ринками, що формуються, ніж у країнах з розвинутою економікою. *По-друге*, вони імпортують як інфляцію, так і рецесію (змушені проводити жорстку макроекономічну політику у відповідь на політику розвинутих економік навіть в умовах слабкої національної економіки) з глобальних фінансових центрів.

Тепер розглянемо обмеження у монетарній сфері, що склалися в Україні до початку повномасштабної російської воєнної агресії, успадковані з попередньої історії. Глибина банківської системи ще в 2021 р., напередодні повномасштабного воєнного вторгнення РФ в Україну, впала до рівня 2002 р., а за показником кредитів нефінансовим корпораціям до ВВП перебувала в значно гіршому стані (якщо у 2002 р. вона становила 16,9%, то у 2021 р. – лише 13,8%. З 2019 р. відношення депозитів до ВВП перевищує відношення кредитів до ВВП (у 2021 р. на 8,4 в.п.). Після трансформаційного спаду в Україні вибудовувалася певна модель кредитування, і коли вона виявилася вразливою і неефективною, після реформування банківської системи у 2014 р. – 2015 рр. не було знайдено їй заміни. Система також є інерційною з огляду

на значні обсяги проблемних кредитів у державних банках і слабкий захист прав власності.

І, зрештою, розглянемо обмеження, що виникають в монетарній сфері України в умовах воєнного стану. В умовах воєнного стану пріоритетною метою як фіскальної, так і монетарної політики стає забезпечення фінансування витрат на оборону, безпеку та базові соціальні потреби. Одночасно монетарна політика розділяє з фіскальною і мету збереження макрофінансової стабільності. У 2022 р. НБУ викупив ОВДП на 391,9 млрд грн. У перші місяці повномасштабної російської агресії сума депозитів домашніх господарств в національній валюті на вимогу стрімко зростає, що пов'язано із значною часткою сеньйоражу у фінансуванні дефіциту державного бюджету, зі зростанням попиту на ліквідність в умовах воєнних загроз і зростання інфляції, а також збільшенням попиту на безпеку, яку надавала функціонуюча банківська система. Строкові депозити домашніх домогосподарств у національній валюті в умовах зниження реальних відсоткових ставок за депозитами з 2021 р. припинили зростання, а з початком повномасштабного російського воєнного вторгнення їхня сума зменшувалася. В жовтні 2022 р. реальна ставка за строковими депозитами впала до мінімуму – (-15,8%). Через три місяці після повномасштабного російського воєнного вторгнення НБУ підвищив облікову ставку відразу на 15 в. п. – з 10 до 25 % річних. Ставку за депозитними сертифікатами було підвищено до 23%. Метою такого кроку було обмежити тиск на інфляцію з боку надлишкової ліквідності таким чином: 1) через збільшення привабливості гривневих заощаджень обмежити тиск в готівковому сегменті валютного ринку і обмежити спекулятивний споживчий попит і 2) вплинути на дохідність ОВДП, щоб збільшити попит банків на них і відмовитися від емісійного фінансування дефіциту бюджету НБУ. Наскільки ефективно міг спрацювати цей трансмісійний механізм? *По-перше*, цьому перешкоджала концентрація понад 60% депозитів фізичних осіб у чотирьох державних банках, які не мали надто великого стимулу до боротьби за вкладників і, відповідно, до значного підвищення ставок. *По-друге*, підвищення облікової ставки справді спонукало уряд до підвищення дохідності державних цінних паперів, але в умовах війни і наявності альтернативного інструменту НБУ (нехай і не абсолютної альтернативи з огляду на різні строки погашення) цінова еластичність попиту банків на державні облигації буде обмеженою.

Аби досягти цілей стабілізації готівкового сегменту валютного ринку, збільшення привабливості строкових депозитів і збільшення попиту банків на ОВДП НБУ перейшов до застосування більш вузько-спрямованих інструментів: 1) застосував підвищення норм обов'язкових резервів за поточними депозитами; 2) дозволив покривати до 50% обсягу обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП; 3) окремо підвищив нормативи за коштами на вимогу фізичних осіб в національній та іноземній валютах, причому на цю частину резервів не поширювався механізм покриття за рахунок бенчмарк-ОВДП; 4) запровадив тримісячний депозитний сертифікат з фіксованою відсотковою ставкою на рівні облікової ставки, причому ліміт

таких розміщень для банку залежить від портфелю і приросту портфеля гривневих депозитів фізичних осіб зі строком погашення від трьох місяців; 5) пільгові нормативи обов'язкового резервування за строковими депозитами фізичних осіб обмежив лише вкладами з початковим строком від трьох місяців.

Яких ефектів було досягнуто такою монетарною політикою? У 2023 р. справді вдалося відмовитися від емісійного фінансування дефіциту бюджету. Але це передусім завдячує значному розширенню міжнародної фінансової допомоги, обсяг якої у 2022 р. становив понад 32 млрд дол., а в 2023 р. може перевищити 42 млрд дол. США. Цей же чинник обмежував тиск на валютний ринок. А як же попит банків? З кінця 2021 р. до 14.09.2023 р. вкладення банків в ОВДП зросли на лише 19,1 млрд грн. Приблизно 80% валового випуску ОВДП у гривнях було забезпечено через бенчмаркінгові облігації, які банкам було дозволено використовувати для виконання резервних вимог.

Тільки значне зростання вимог до обов'язкових резервів змусило великі банки підвищити відсоткові ставки за депозитами. Тож строкові депозити почали зростати лише в грудні 2022 р., а коли було оголошено про новий привабливий інструмент – тримісячні депозитні сертифікати, яким можна скористатися залежно від обсягу і приросту портфелю депозитів фізосіб строком понад 3 місяці, абсолютні прирости цих депозитів зросли вдвічі.

Що ж відбувалося у сфері кредитування? Портфель банківських кредитів суб'єктам господарювання скоротився з кінця січня 2022 р. до кінця липня 2023 р. на 59,7 млрд грн. 53,2% активів у банківській системі станом на кінець другого кварталу 2023 р., належить державі, тобто така кредитна політика банків відображає значною мірою підхід держави до проблеми кредитування. За 2022 рік дохід банків від депозитних сертифікатів становив 40,3 млрд грн, за сім місяців 2023 року – близько 48,6 млрд грн. У структурі процентних доходів банків 20% – це доходи від вкладень у внутрішні державні облігації і близько 30% – від вкладень у депозитні сертифікати.

При цьому за час дії воєнного стану до вересня 2023 р. в Україні у межах Державної програми «Доступні кредити 5-7-9%» надано кредитів на суму 139,8 млрд грн (у тому числі банками державного сектору – на суму 74,4 млрд грн), з яких: 57,8 млрд на антивоєнні цілі; 33,9 млрд грн на підтримку посівної; 29 млрд грн. на поповнення обігових коштів. Втім, в цілому за результатами дії програми структура кредитного портфелю за видами економічної діяльності є такою: 51% сільське господарство, 25% – торгівля і 14% – промисловість, послуги – 6% і будівництво – 2%. У Меморандумі про економічну та фінансову політику від 19 червня 2023 р. Україна зобов'язалася сфокусувати програму 5-7-9 на малих та середніх підприємствах, поступово відмовляючись від участі великих компаній. Вагому роль у забезпеченні макрофінансової стабільності в Україні в умовах війни з другої половини 2022 р. відіграє надходження міжнародної фінансової допомоги, хід бойових дій та світові ціни на енергоносії, а монетарна політика виступає інструментом точного налаштування,

забезпечуючи, *по-перше*, курсову стабільність в готівковому сегменті валютного ринку і охолодження спекулятивного споживчого попиту за рахунок підвищення дохідності строкових депозитів завдяки високим ставкам за депозитними сертифікатами НБУ, а *по-друге*, вплив на дохідність державних цінних паперів. З одного боку, така модель дозволяє зберегти стабільність банківської системи, забезпечити безперешкодність розрахунків в умовах війни, що є величезним здобутком монетарного і банківського регулятора. З іншого боку, інституційна роль банківської системи не лише під час повномасштабної війни, але і до, і після неї залишається під питанням: структурний надлишок ліквідності саме у випадку банківської системи України є наслідком стрімкого згорання кредитування економіки. Розбудова фінансової системи вимагатиме цілеспрямованої державної політики, тим більше, в світлі тенденцій в економічній політиці розвинутих економік, описаних вище.

Список використаних джерел

1. Кричевская Т.А., Романовская Н.И. Соотношение целей монетарной политики: логика эволюции и актуальные проблемы. Proceedings of the International Symposium „Experience. Knowledge. Contemporary Challenges”. 8th edition „Back to the Future. Social – economic Challenges and Perspectives” .May 27th, 2021. „ARTIFEX” University of Bucharest. Bucharest, Romania, May 27th.P. 911–933.
2. Кричевська Т.О. Корекція монетарної політики під впливом коронакризи та довгострокових чинників. Економічна теорія. 2021. № 2. С. 65–92. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2021.02.065>
3. Joe Biden’s global vision is too timid and pessimistic. The economist. May 18. URL: <https://www.economist.com/leaders/2023/05/18/joe-bidens-global-vision-is-too-timid-and-pessimistic>
4. Mario Draghi on the path to fiscal union in the euro zone. The economist. September 6. 2023. URL: <https://www.economist.com/by-invitation/2023/09/06/mario-draghi-on-the-path-to-fiscal-union-in-the-euro-zone>
5. Кричевська Т. О. Глобальні стагфляційні шоки та перегляд монетарної політики: уроки криз 1970-х та 2020-х. Економічна теорія. 2022. № 3. С. 57– 88. URL: <https://doi.org/10.15407/etet2022.03.057>