

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.01.008>

**УДК 336.63**

**О. О. Любич**

доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України,  
віце-президент ДННУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна, [alyubich@ukr.net](mailto:alyubich@ukr.net)  
ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

**А. О. Дробязко**

кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник відділу координації  
бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики НДФІ ДННУ "Академія  
фінансового управління", Київ, Україна, [adrobyazko@ukr.net](mailto:adrobyazko@ukr.net)  
ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0002-0453-0709>

**МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ  
ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ УКРАЇНИ**

**Анотація.** Статтю присвячено дослідженню залежності монетарних показників від коливань валютного курсу. У 2019 р. Україна вперше після набуття незалежності стикнулася з явищем значного зміцнення обмінного курсу гривні протягом тривалого часу (кількох місяців) на тлі погіршення показників промислового виробництва і зростання від'ємного торговельного сальдо товарами та послугами, що вимагає нового наукового осмислення. Розглянуто взаємозв'язки у трендах 20-річного циклу розвитку між основними інструментами центрального банку й темпами монетизації реального сектору. Встановлено, що в Україні, в умовах відкритої малої сировинної економіки, внаслідок негативних процесів, які можуть бути ініційовані ззовні, зокрема в разі істотних коливань цін на міжнародних товарних ринках, посилюються загрози дестабілізації сталого розвитку, а також ризики непередбачуваних просторово-часових циклічних змін фаз зростання, стагнації, рецесії соціально-економічних систем. Розкрито питання безпечних (оптимальних) діапазонів зміни індикаторів фінансової безпеки та інструментів управління ними і їх взаємного впливу. Автори розуміють, що запропоновані форми аналізу динаміки коливань зазначених індикаторів є дискусійними і потребують подальших наукових досліджень у рамках розроблення широкої стратегії економічної безпеки держави.

**Ключові слова:** макроекономічні агрегати, індикатори економічної безпеки, фінансова стабільність, динаміка ВВП, споживча інфляція, облікова ставка.

**Рис. 11. Табл. 2. Літ. 16.**

**Oleksandr Lyubich**

Dr. Sc. (Economics), Professor, Honored Economist of Ukraine, SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, [alyubich@ukr.net](mailto:alyubich@ukr.net)  
ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0002-9339-4242>

**Anatolii Drobyazko**

Ph. D. (Economics), SESE "The Academy of Financial Management", Kyiv, Ukraine, [adrobyazko@ukr.net](mailto:adrobyazko@ukr.net)  
ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0002-0453-0709>

**MACROECONOMIC ASPECTS  
OF FINANCIAL STABILITY OF UKRAINE**

**Abstract.** The article is devoted to research of dependence of monetary indicators on fluctuations of the exchange rate in 2019 as well as to the influence of the exchange rate on real monetary indices since 1998. In 2019, the National Bank of Ukraine continued to

pursue consistent policy of liberalization of the foreign exchange market. The opening of the internal market of government securities fixed yield for a foreign investor through the Clearstream system since 2019 opened the possibility of uncontrolled flows of speculative foreign capital. This financial flow had a strong influence on Ukraine's macroeconomic performance in 2019. Ukraine underwent three deep financial crises in 1998-2000, 2008 – 2009, 2014 – 2015 years. Ukraine for the first time after independence, faced the phenomenon of significant strengthening of the exchange rate of the Ukrainian currency for a long time (several months) amid deterioration of industrial production and the growth of negative trade balances of goods and current transaction balances. These trends require a new scientific comprehension of shaping the requirements for the use of cash aggregate management tools. The relationship is considered in the trends of the 20-year development cycle between the main tools of the central bank and the rate of the real sector monetization. It was established that in Ukraine, in conditions of open small commodity economy due to negative processes which can be initiated from outside, in particular in case of significant fluctuations in prices in international commodity markets, threats destabilization sustainable development, as well as the risks of unpredictable space-time cyclic changes in growth phases, stagnation, recession socio-economic systems are amplified. Issues of safety (optimal) ranges of financial security indicators and their management tools and mutual influence are revealed. The authors understand that the proposed forms of analysis of fluctuations dynamics of these indicators are disputable and require further scientific research within the development of a broad strategy of economic security of the State.

**Keywords:** macroeconomic units, economic security indicators, financial stability, GDP dynamics, consumer inflation, discount rate.

**JEL classification:** E44, E53, F52.

### **А. А. Любич**

доктор экономических наук, профессор, заслуженный экономист Украины, вице-президент ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

### **А. А. Дробязко**

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник отдела координации бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики НИФИ ГУНУ "Академия финансового управления", Киев, Украина

## **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ УКРАИНЫ**

**Аннотация.** Статья посвящена исследованию зависимости монетарных показателей от колебаний валютного курса. В 2019 г. Украина впервые после обретения независимости столкнулась с явлением значительного укрепления обменного курса гривны в течение длительного времени (нескольких месяцев) на фоне ухудшения показателей промышленного производства и роста отрицательного торгового сальдо товарами и услугами, что требует нового научного осмысления. Рассмотрены взаимосвязи в трендах 20-летнего цикла развития между основными инструментами центрального банка и темпами монетизации реального сектора. Установлено, что в Украине, в условиях открытой малой сырьевой экономики, вследствие негативных процессов, которые могут быть инициированы извне, в частности в случае существенных колебаний цен на международных товарных рынках, усиливаются угрозы дестабилизации устойчивого развития, а также риски непредсказуемых пространственно-временных циклических изменений фаз роста, стагнации, рецессии социально-экономических систем. Раскрыты вопросы безопасных (опти-

мальных) диапазонов изменения индикаторов финансовой безопасности и инструментов управления ими и их взаимного влияния. Авторы понимают, что предложенные формы анализа динамики колебаний указанных индикаторов являются дискуссионными и требуют дальнейших научных исследований в рамках разработки широкой стратегии экономической безопасности государства.

**Ключевые слова:** макроэкономические агрегаты, индикаторы экономической безопасности, финансовая стабильность, динамика ВВП, потребительская инфляция, учетная ставка.

Питання фінансової стабільності України є предметом дослідження провідних учених протягом усього періоду незалежності. В основу сучасних моделей оцінки фінансової стабільності національних систем покладено методіку МВФ, розроблену з урахуванням економічних криз 1990-х років [1]. Вважалося, що вона дає змогу виявити на ранній стадії найбільші вади у фінансовій системі на підставі набору індикаторів різного типу фінансових установ та їх клієнтів – підприємств і домогосподарств. Криза 2008 р. показала, що попередні методи вимірювання економічних процесів не дали можливості вчасно діагностувати її наближення, і монетарні інститути були змушені приймати не завжди оптимальні рішення в ситуації невизначеності. Якість ухвалених управлінських рішень щодо подолання негативних тенденцій в економіці можна оцінити з певним лагом згідно зі зміною загальноприйнятих оцінок монетарної та фіскальної безпеки [2, с. 444].

Згідно з оновленими Засадами стратегічного реформування державного банківського сектору, схваленими Кабінетом Міністрів України, рішенням Ради Національного банку України “Про політику Національного банку України щодо державних банків та її вплив на ефективність монетарного трансмісійного механізму” від 26.03.2019 № 11-рд та у зв’язку зі зростанням державної частки у банківському секторі, відбулися певні зміни в управлінських пріоритетах [3; 4]. Найбільша увага приділяється проблематиці вдосконалення інституціональних механізмів координації монетарної та фіскальної політик, у т. ч. у контексті забезпечення національної безпеки, інноватизації господарської та фінансової систем в умовах глобальних процесів діджиталізації, посилення ролі державних банків у забезпеченні розвитку реального сектору економіки та підвищення ефективності управління державними інвестиціями в банківському секторі.

Мета статті – проаналізувати взаємний вплив індикаторів економічної безпеки та шляхи сприяння розширенню поточного банківського кредитування реального сектору економіки, дослідити взаємозв’язки у трендах 20-річного циклу розвитку між основними інструментами центрального банку й темпами монетизації реального сектору.

В Україні, в умовах відкритої малої сировинної економіки, внаслідок негативних процесів, які можуть бути ініційовані ззовні, зокрема в разі істотних коливань цін на міжнародних товарних ринках, посилюються загрози дестабілізації сталого розвитку, а також ризики непередбачуваних просторово-часових циклічних змін фаз зростання, стагнації, рецесії соціально-

економічних систем. Зазначеним питанням у національному та глобальному контексті присвячено праці багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених, таких як К. М. Рейнхарт [5; 7], Е. Деміргук-Кунт [6], Дж. Л. Камінські [7], Ч. Кіндлбергер [8], П. Кругман, К. Рогофф, С. Фішер [9], Т. Єфименко [2] О. І. Береславська [10], С. О. Кораблін [11] та ін. До найвідоміших належать такі основні підходи до вимірювання фінансової безпеки: метод оцінювання сигналів сповіщення про загрозу, якісний аналіз верифікованих індикаторів та економетричне моделювання. Загальновизнаною є висока прогностична та моніторингова потенціальна здатність показників фінансової стійкості у грошово-кредитній сфері.

У наукових працях [2; 5–7; 11] розглядаються важливі зв'язки між грошовою стабілізацією, розширенням кредитування й девальвацією. Так, у слабких економіках після успішної фінансової стабілізації, як правило, розпочинається швидке зростання грошових агрегатів у реальному обчисленні (кредитна експансія). Далі найімовірніша фінансова дестабілізація, здебільшого зумовлена зовнішнім впливом із наступною девальвацією обмінного курсу. Всі ці фактори значно впливають на активність банківської системи. У період фінансової стабілізації переважно процентні ставки знижуються, а процентний спред зменшується. Останнє скорочує прибутковість суб'єктів фінансових відносин, що змушує банки збільшувати кредитний ризик. У період “дешевих грошей” ціни активів у реальному секторі зростають, водночас формується пул переоцінених активів, так звані фінансові бульбашки. Якщо грошова стабілізація була досягнута через фіксацію обмінного курсу інструментами центрального банку, зниження цін на світових товарних ринках та відповідне зменшення надходжень до бюджету за недостатності міжнародних резервів може призвести до глибокої девальвації обмінного курсу і фінансової кризи в майбутньому.

Аналізуючи поточні макроекономічні процеси в Україні, будемо спиратися на поширені у професійному середовищі індикатори фінансової безпеки [2], чия динаміка викликає дискусійні питання щодо взаємозв'язків і не розглянутих у наукових джерелах діапазонів варіації порогових значень показників валютної безпеки як маяків вимірювання стабільності розвитку економіки.

З урахуванням відомих комплексних підходів [2] до аналізу причинно-наслідкових зв'язків індикаторів безпеки – грошового ринку й бюджетної стійкості, боргової та валютної безпеки, за фінансовими результатами 2019 р. розглянемо їх взаємозв'язок.

Основні індикатори валютної безпеки наведено в табл. 1. Після гострої кризи 2014–2015 рр. їх динаміка за 2018–2019 рр. вказує на певну стабілізацію. Але у 2019 р. немотивоване зміцнення обмінного курсу гривні на 16,6 % (рис. 1) щодо долара США боляче вдарило по фінансових показниках національних експортерів і вплинуло на виконання бюджету. Це зміцнення не відповідало показникам бюджетної резолюції на 2019 р. [12], що передбачала зростання ВВП на 3,6 %, інфляцію – 6,5 %, підвищення цін виробників на

Таблиця 1. Динаміка основних індикаторів валютної безпеки в 2013–2019 рр.

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	Мінімальне	Середнє	Максимальне
Темп зміни річного офіційного курсу гривні до долара США, %	0	97,3	52,2	13,3	3,2	-1,35	-16,59	0	<±5	< ±10
Валові міжнародні резерви України, місяці імпорту	2,5	1,3	3,2	3,6	3,7	3,4	0,9	3	4,5	< 6
Рівень доларизації (відношення обсягів депозитів у іноземній валюті до загальних обсягів депозитів), % на кінець року	38,4	47,8	46,7	48,1	44,5	41,4	40,5	25	30	< 50

\* 2019 р. – за попередніми даними.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

7,2 %, а курс гривні – 30,5 UAH/USD. Зміна девальваційної тенденції обмінного курсу на помітну ревальвацію призвела до зменшення як виторгу експортерів, так і доходів бюджету, що позначилось на всіх макроекономічних результатах за 2019 р.

Показники табл. 1 віддзеркалюють нехарактерну динаміку обмінного курсу 2019 р. Постфактум стала очевидною вигідність вкладів у банківській системі саме у гривні, хоча рівень доларизації, як наслідок довіри до націо-

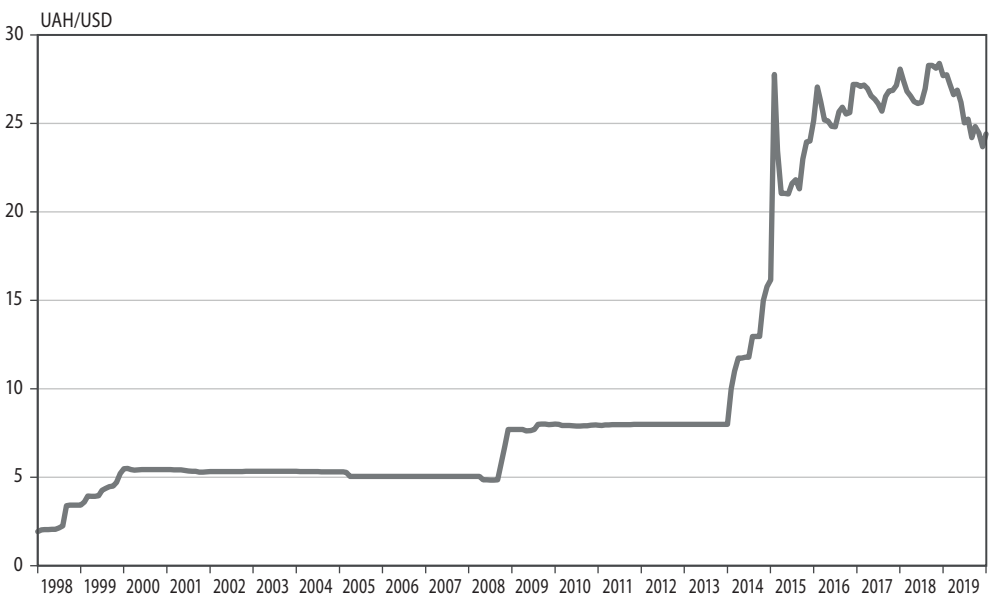


Рис. 1. Динаміка обмінного курсу гривні у 1998–2020 рр.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

нальної валюти, не надто змінився (і є ближчим до максимального рівня), а характеристика валових міжнародних резервів (захищеність ринку від зовнішніх стресів) країни істотно покращилася тільки наприкінці року за рахунок платежу ПАТ “Газпром” у 2,9 млрд дол. США на виконання судових рішень Стокгольмського арбітражу. Експрес-опитування вищого менеджменту на початку 2019 р. вказувало на те, що бізнес, особливо орієнтований на імпорт товарів, у своїх планах спирався на іноземні дослідження Морган Стенлі, які прогнозували до кінця року рівень обмінного курсу 30,5 грн за долар США [13]. Тобто, очікуваний ризик волатильності обмінного курсу гривні перевищив 10 % у бік девальвації. Насправді відбулася ревальвація. Ця невизначеність не надає впевненості суб’єктам господарювання на 2020 р. На динаміку обмінного курсу у 2019 р. істотно вплинуло прийняття оновлених регулятивних правил. Зокрема, ухвалення Закону України “Про валюту і валютні операції” від 21.06.2018 № 2473-VIII дало змогу НБУ унормувати лібералізацію руху фінансового капіталу в економічному просторі, у т. ч. було відкрито ринок державних цінних паперів для клієнтів міжнародної системи Clearstream<sup>1</sup>.

Розширення міжнародної співпраці як стало поштовхом до припливу короткострокового, ймовірно, спекулятивного, капіталу у 2019 р., так і спричинило ризики неконтрольованого відпливу фінансових ресурсів із країни у разі формування умов для фінансової кризи. Пороговими критеріями волатильності показника “Темп зміни річного офіційного курсу гривні до долара США, (%)”, на наш погляд, є коридор у межах  $\pm 5\%$ , на що орієнтуються центробанки країн, які входять до ЄС, але мають власні валюти.

В умовах широкого впровадження з боку НБУ практики інфляційного таргетування і задекларованої політики вільно плаваючого валютного курсу, його коливання в межах  $\pm 5\%$  є бажаними. Коливання у понад 10 % створює додаткові проблеми як для експорту, так і для імпорту. Загрози кризових явищ в економіці України посилюються у періоди непередбачуваної девальвації національної валюти. Гривня фактично втратила в масовому сприйнятті одну з основних функцій грошових одиниць – нагромадження багатства. Кожне значне коливання її обмінного курсу призводило до відчутних ударів по операційній діяльності національних суб’єктів господарювання. За 20 років із моменту проведення грошової реформи та введення в обіг гривні національна валюта знецінилася з 1,76 до 28,6 UAH/USD.

Індикатор “Валові міжнародні резерви України” вимірюється кількістю місяців, що гарантує обсяг імпорту. За критеріями МВФ запас резервів повинен гарантувати покриття мінімум тримісячного обсягу імпорту. Кращим є стан, коли наявний запас в обсязі поточного обслуговування боргових зобов’язань. Україна успішно виконала свої зобов’язання у 2019 р. і має від-

<sup>1</sup> Clearstream – міжнародна клірингова система, що здійснює зберігання, кліринг та розрахунки за угодами з міжнародними цінними паперами. Виникла у 2000 р. у результаті об’єднання Cedel і клірингового центру Deutsche Boerse Clearing; з липня 2002 р. повністю перейшла під контроль Deutsche Boerse AG. До складу системи входять три підрозділи: Clearstream Banking Frankfurt, Clearstream Banking Luxembourg і Clearstream Services.



повідний потенціал на 2020 р., попри непрості перемовини з МВФ. Індикатор “Рівень доларизації (відношення обсягів депозитів в іноземній валюті до загальних обсягів депозитів, % на кінець року)”, як зазначалося, характеризує довіру бізнесу і населення до національних грошей (див. табл. 1). Динаміка рівня доларизації сумарної депозитної бази юридичних та фізичних осіб у період 2007–2020 рр. показує, що чим стабільніша ситуація на ринку, тим менший рівень доларизації ресурсної бази банківської системи. Тенденції 2019 р. вказують на обережно-оптимістичні настрої реального сектору економіки.

Ми вже підкреслювали, що Україна має малу (0,12 % світового ВВП), відкриту (сумарний експорт та імпорт у 2018 р. перевищують 90 % ВВП), сировинну економіку, яка значною мірою залежить від зміни кон’юнктури цін на світових ринках. Країна має хронічний дефіцит платіжного балансу, продукція, яка експортується на зовнішні ринки, потребує імпорту енергоносіїв, засобів захисту рослин тощо. Тому періодичні шоківі коливання гривні, які переживає країна, через короткий проміжок часу зводять нанівець імовірні конкурентні переваги від девальвації обмінного курсу для експортерів.

До індикаторів безпеки грошового ринку належать: інфляція споживчого ринку, коефіцієнт монетизації економіки, динаміка відношення чистих активів банківської системи до ВВП та частка іноземної валюти у грошовій масі (табл. 2). Головною монетарною метою НБУ після підписання Меморандуму з МВФ [14] є таргетування інфляції. Маяком на 2018 р. був рівень 6 % ( $\pm 2$  %) з подальшим зниженням у 2019 та 2020 рр. до 5 % ( $\pm 1$  %). У 2019 р. Національний банк досяг запланованих орієнтирів (4,1 %) через проведення жорсткої монетарної політики, хоч і зазнав критики з боку промисловців. Задекларовані результати за індикаторами грошової безпеки у 2019 р. були отримані внаслідок покращання координації дій основних регуляторів монетарної та фінансової сфер. НБУ штучно обмежив приріст грошових агрегатів за рахунок емісії, що призвело до ревальвації обмінного курсу гривні в умовах підвищеної пропозиції валюти на ринку. Національний банк має

**Таблиця 2. Динаміка основних індикаторів безпеки грошового ринку в 2013–2019 рр.**

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	Мінімальне	Середнє	Максимальне
Інфляція (до грудня попереднього року)	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8	4,1	$\pm 1$	5	>10
Коефіцієнт монетизації економіки МЗ до ВВП	55,2	61,2	59,7	50,3	44,7	44,8	38,9	40	60	100
Динаміка відношення чистих активів банківської системи до ВВП, %	87,9	84,1	66,7	53,7	45,3	38,4	37,2	95	100	110
Частка іноземної валюти в М2	30,1	34,9	36,9	34,7	31,7	31,3	30,2	25	30	33

\* 2019 р. – за попередніми даними.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

набір інструментів впливу на внутрішній ринок, у т. ч. задає орієнтир вартості грошового ресурсу для економіки через управління обліковою ставкою. Значне перевищення її розміру над дійсними темпами інфляції у 2019 р. було одним із чинників, який гальмував кредитування реального сектору і, відповідно, розвиток економіки. Але в цілому Правління НБУ, проводячи політику позитивної процентної облікової ставки та стримування темпів зростання грошової маси, забезпечило не тільки стабільність обмінного курсу національної валюти, а й непередбачуване зміцнення, що загалом відповідало інтересам споживачів, які користувалися імпортованими товарами. Ці заходи позитивно позначилися на монетизації економіки. Після попередніх фінансових криз населення поступово збільшує свої залишки коштів у банківській системі, але грошова база зростає повільно.

Згідно з Меморандумом із МВФ [14], НБУ імплементує регуляторні вимоги МСФЗ 9 “Фінансові інструменти” та Базель III у банківську практику [15], і, як результат, після 2015 р. склалися умови, які суттєво змінили вимоги до формування резервів під ризики кредитного портфеля. Введення в дію рішень Національного банку щодо порядку формування резервів під активні операції і відповідні зміни у бухгалтерському обліку та спеціального регулюючого документа [15], посилення вимог до фінансового моніторингу, щорічне стрес-тестування спричинили зменшення темпів кредитування корпоративного сектору. Банкам стало вигідніше працювати з безризиковими облігаціями Уряду (ОВДП) та депозитними сертифікатами НБУ, ніж знаходити платоспроможних позичальників на ринку.

Якщо проаналізувати динаміку пропозиції грошей від Національного банку за основними агрегатами (рис. 2), то їх зростання у гривні має плавний приріст з особливостями у певні періоди (за початок відліку взято мо-

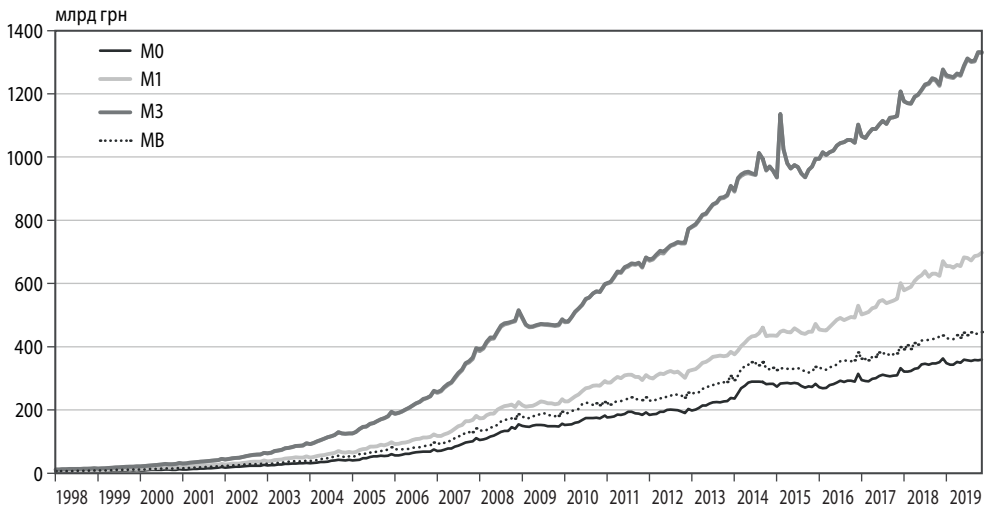


Рис. 2. Динаміка грошових агрегатів М0, М1, М3, МВ у 1998–2020 рр.

Примітка. МВ – монетарна база.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).



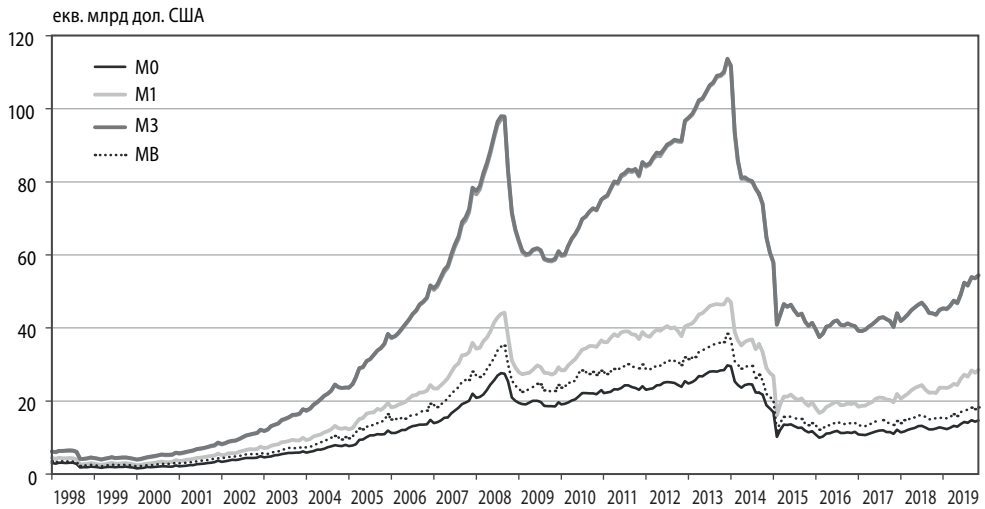


Рис. 3. Динаміка грошових агрегатів М0, М1, М3, МВ у 1998–2020 рр.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

мент проведення грошової реформи в Україні та введення в обіг гривні). Але якщо розрахувати ці агрегати за офіційним обмінним курсом у доларі США (рис. 3), то спостерігається значна зміна динаміки.

Постає питання, як змінювалася реальна грошова пропозиція, якщо розрахувати процентну динаміку зміни грошових агрегатів у річному ви- мірі. Обчислюється зміна показника МВ за рік: січень до січня попереднього року, лютий до лютого, і т. д. (рис. 4–6).

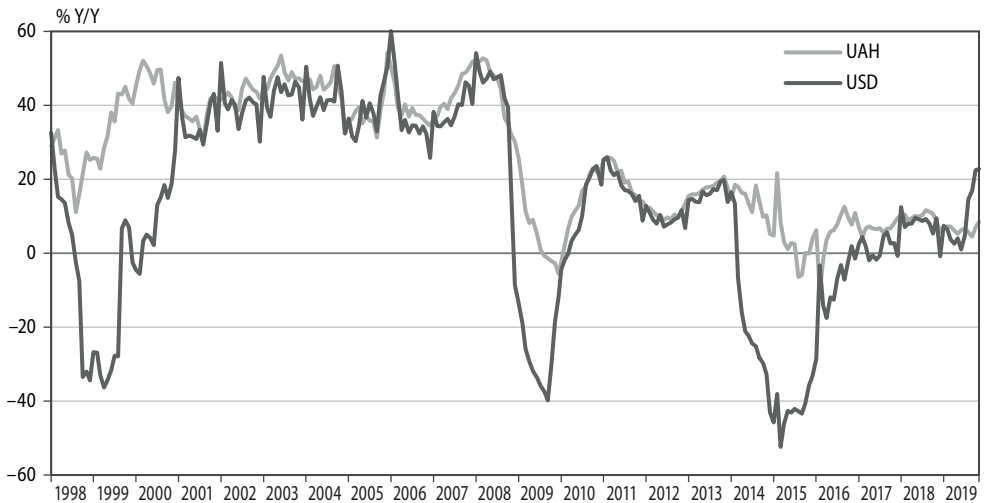
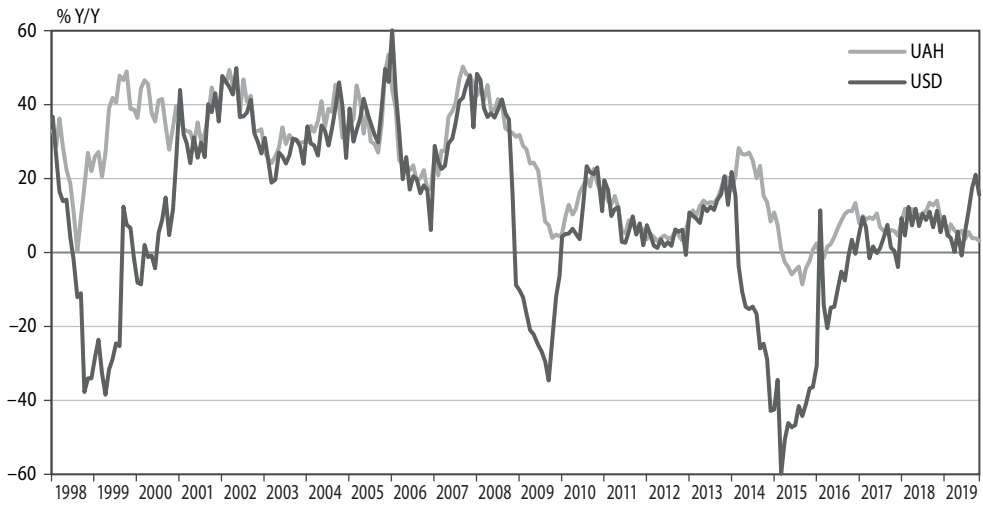


Рис. 4. Розрахунок річної зміни грошової пропозиції М3 (грошова маса) у гривні й доларі США у 1998–2020 рр.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).



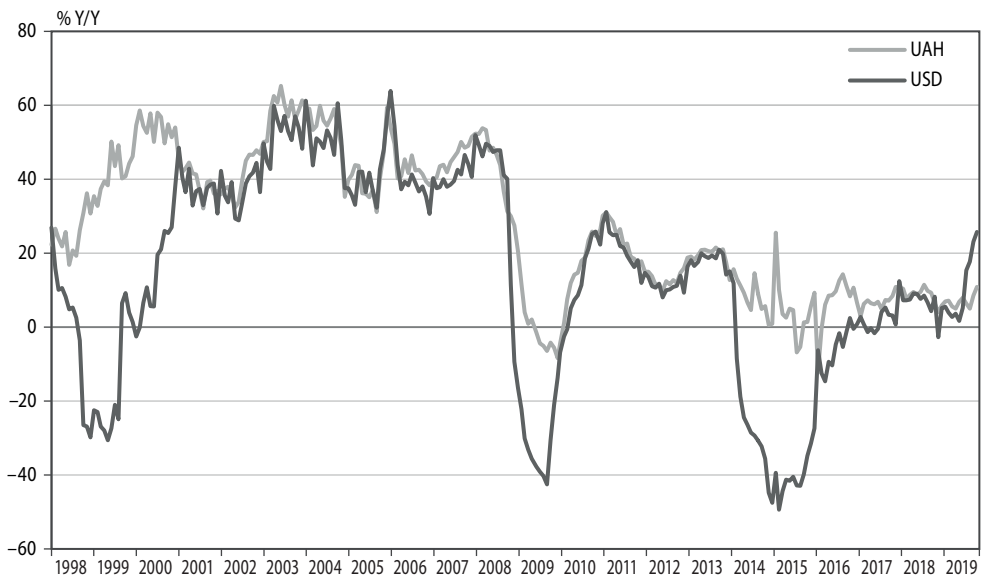
**Рис. 5. Розрахунок річної зміни МВ у гривні й доларі США у 1998–2020 рр.**

*Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).*

Наведена динаміка наочно демонструє періоди і глибину демонетизації грошової пропозиції під час дестабілізації обмінного курсу. У період, коли різниця між поточним значенням МЗ, зважена на обмінний курс, і показник річної давності від'ємні – це і є свідчення поточної негативної тенденції, яка характеризує демонетизацію грошового ринку. Реальна демонетизація економіки (зменшення вартості грошової маси в обігу) відбувалася у періоди: із серпня 1998 р. по лютий 2000 р. (реакція на дефолт російської економіки); з грудня 2008 р. по березень 2010 р. (реакція на світову фінансову кризу); з березня 2014 по грудень 2017 р. Графік на рис. 4 доволі точно демонструє жорстку політику НБУ щодо стримування приросту грошової маси у гривні в період із січня 2015 р. Грошова маса МЗ є кількісним вимірником реагування всієї банківської системи на діяльність регулятора, що розкриває обсяг грошей в обігу, зокрема поточних та депозитних коштів домогосподарств та корпорацій, довірчих операцій.

Національний банк прямо впливає на динаміку приросту грошової бази МВ (див. рис. 5) за рахунок випуску в обіг монет і паперових грошей та задає правила формування банками резервів на кореспондентському рахунку в НБУ згідно із обсягом залучених коштів від бізнесу й домогосподарств. Періоди демонетизації за цим агрегатом, розраховані в доларовому еквіваленті, схожі з показником МЗ. За стабільного обмінного курсу розрахунки волатильності МВ у гривні й іноземній валюті майже не відрізняються, у разі дестабілізації показник, обчислений у валюті, має від'ємне значення.

Якщо взяти різницю між значеннями агрегатів МЗ (грошова маса) та М0 (готівка в обігу поза банками), ми отримаємо розрахунок коштів клієнтів банків у банківській системі (глибину ринку). У кризові періоди (частина



**Рис. 6. Розрахунок річної зміни коштів клієнтів банківської системи – різниці грошових агрегатів М3–М0 у гривні й доларі США у 1998–2020 рр.**

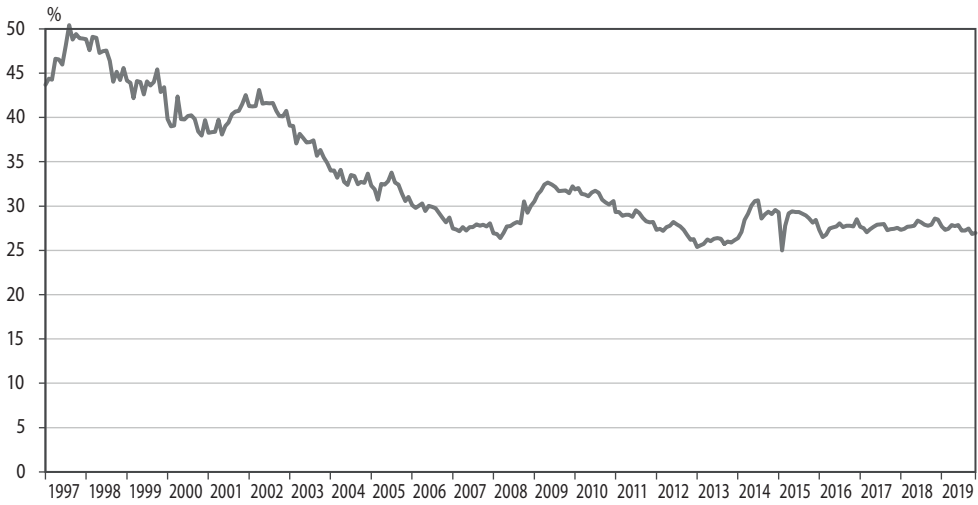
*Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).*

графіків, що нижче нульової осі) спадає рівень довіри до банківської системи, і, відповідно, кошти юридичних і фізичних осіб зменшуються (див. рис. 6), скорочується реальна ресурсна база банків.

На рис. 6 можна побачити, як повільно після фінансової кризи 2014–2015 рр. відновлюються показники грошових агрегатів (що відображає довіру домогосподарств і бізнесу) не тільки в доларовому, а й у гривневому еквіваленті: ідеться про темпи зростання коштів населення і корпорацій на рахунках банківської системи.

Причому варто зауважити, що якість монетарної бази не поліпшується після криз 2014–2015 рр. (рис. 7). Відношення готівкових коштів, котрі обертаються поза банками (М0), до широких грошей (М3) із 2007 р. коливається в діапазоні  $27\% \pm 3\%$ , хоча в цей період відбулися істотні зміни у впровадженні банківських технологій безготівкових розрахунків, розширилися картковий бізнес та інші інтернет-платіжні сервіси. Частка готівки у грошовому обігу залишається значною, що вказує на консерватизм останнього й наявність на ринку іншої готівкової валюти, яка обслуговує тіньовий сектор економіки.

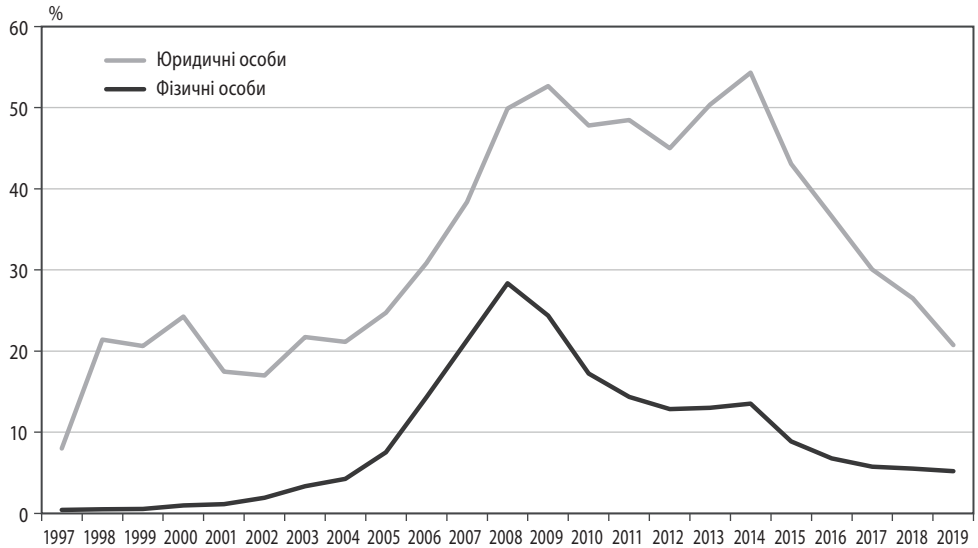
У табл. 2 наведено індикатори безпеки грошового ринку за 2013–2019 рр. і запропоновано діапазон мінімальних, оптимальних і граничних значень для кожного показника. Ці індикатори підтверджують проведення Національним банком України в останні роки жорсткої політики стримування грошової пропозиції для ринку, що позитивно впливає на уповільнення ін-



**Рис. 7. Відношення готівки поза банками (M0) у обігу до грошової маси (M3) у 1997–2020 рр.**

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

фляційних процесів, але також вказує на зменшення вкладень банківської системи в реальний сектор, який розвивається без залучення національних позикових коштів. У рентній економіці українські банки скоріше відіграють роль з обслуговування розрахункових операцій, а не є драйверами інвести-



**Рис. 8. Динаміка відношення кредитного портфеля юридичних і фізичних осіб до ВВП у 1997–2020 рр.**

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

ційних процесів. Рівень процентної кредитної ставки на ринку є зависоким і не дає можливості відповідальним позичальникам забезпечити надійне обслуговування позик (рис. 8). Ідеться про те, що Україна роками не використовує відкриті валютні кредитні лінії, які пропонують Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку, Європейський інвестиційний банк. Доступ до цих коштів і їх використання потребують високої прозорості в діяльності позичальників, наявності якісних бізнес-планів та кваліфікованого адміністрування за західними стандартами.

Відповідь на ключове питання про зв'язок змін річного обмінного курсу й індексів споживчої інфляції та цін товаровиробників можна побачити на рис. 9. Втрата контролю над обмінним курсом національної валюти впливає на зростання внутрішніх цін на сировину для товаровиробників, котрі збільшують відповідно до своїх витрат ціни на споживчому ринку. Графік підтверджує цей взаємозв'язок у періоди криз 2008–2009, 2008–2009, 2014–2015 рр. З огляду на структурні диспропорції в економіці, залежність України від цін на міжнародних товарних ринках, зміни обмінного курсу гривні та інфляційні процеси перебувають у тісній кореляції. Після останньої системної кризи 2014–2015 рр. банкрутства майже 100 приватних банків, зростання кредитного портфеля банківської системи не співвідносяться зі зростанням ВВП. Законодавчі й регуляторні зміни зробили кредитну політику банків за участю іноземного і державного капіталу обережнішою. Мала фінансова глибина взаємодії банківського і реального секторів несе ризики фінансових внутрішніх криз за незначних коливань на світових товарних ринках.

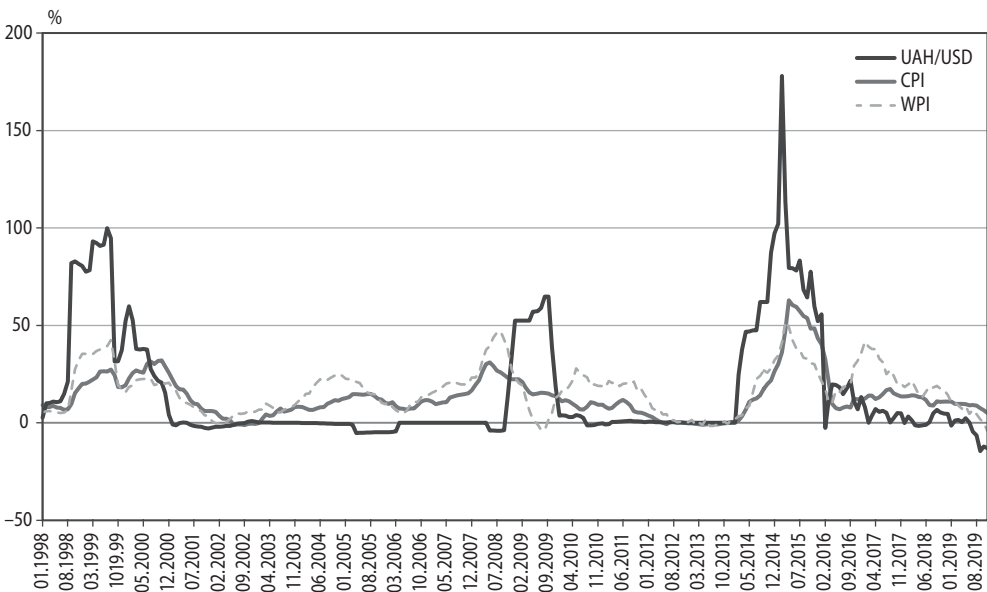


Рис. 9. Динаміка індексів цін товаровиробників (WPI), споживчого ринку (CPI) та обмінного курсу в 1998–2020 рр.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).

Недостатність структурних реформ, слабкість державних інститутів, залежність економіки від імпорту стратегічних ресурсів, сировинна експортна модель роблять країну вразливою в розвитку як від зовнішніх, так і від внутрішніх чинників.

Як зазначалося, одним із ключових інструментів управління ціною на грошові ресурси в неоліберальній моделі, яка реалізується під проводом МВФ в Україні, є облікова ставка. При підписанні меморандумів про співпрацю між Урядом України та МВФ [14] кредиторам висувалися перші дві основні умови – підтримка плаваючого обмінного курсу та позитивний рівень (вище за поточну інфляцію) облікової ставки. З 2014 р. додалася вимога щодо проведення політики таргетування інфляції. Саме це впливає на загальний рівень процентних ставок в усіх сегментах фінансового ринку. В такій моделі до стабілізації фінансової ситуації високою обліковою ставкою центробанку пригнічується кредитна активність банків, оскільки ціна грошей для кінцевого позичальника стає зависокою (рис. 10).

Саме цю тезу підтверджують процеси в банківському секторі у 2019 р. [16]. Кредити корпоративному сектору зменшилися на 12,8 % (або на 112 млрд грн) до 762,2 млрд грн станом на 1 січня 2020 р. Зменшення корпоративних кредитів відбулось як у національній валюті (на 7,4 в. п., або 35,1 млрд грн), так і в іноземній (на 19,3 в. п., або 76,9 млрд грн). У грудні 2019 р. середньозважена процентна ставка за позиками в національній валюті, наданими корпоративному сектору, дорівнювала 15,0 % (у грудні 2018 р. – 20,9 %). При накопичених проблемах, за даними НБУ [16], на 1 листопада 2019 р. обсяг непрацюючих кредитів (NPL, Non-performing loan) у банківській системі

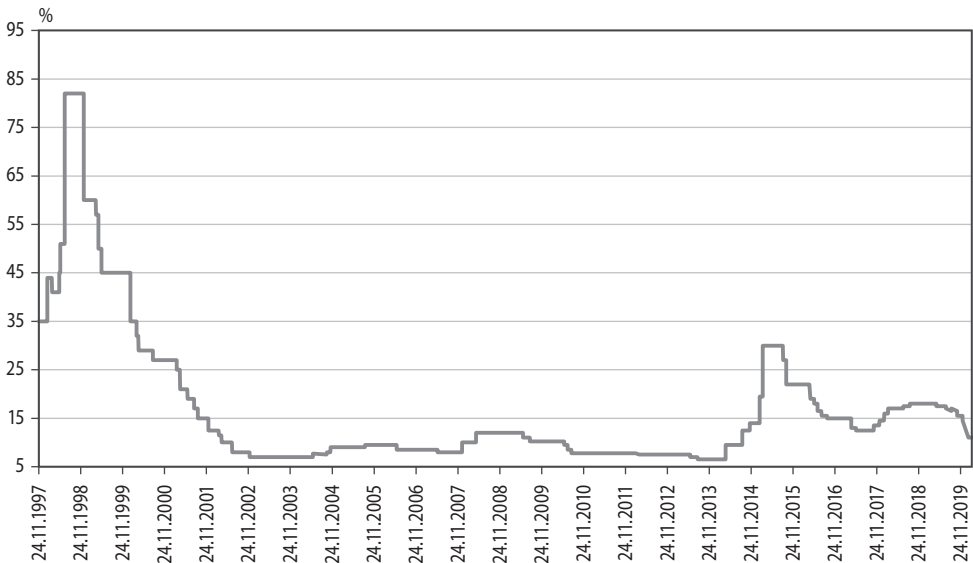


Рис. 10. Динаміка облікової ставки НБУ в 1998–2020 рр.

Розраховано та складено за даними Національного банку України (<https://bank.gov.ua/>).



становив 547 млрд грн. Це несе ризики дефолту для всіх контрагентів. Із вказаної суми NPL на банки за участю держави в капіталі припадало 400,9 млрд грн. Частка непрацюючих кредитів у корпоративному секторі становить 53,5 %, у кредитах домогосподарств – 37,2 %. Через високі ставки кредитування роздрібний портфель банків збільшився. Приріст кредитів за 2019 р. домогосподарствам збільшився на 4,7 % (або 9,3 млрд грн) – до 205,3 млрд грн: при цьому позики в національній валюті зросли (на 24,1 %, або 32,6 млрд грн), а в іноземній – зменшились (на 38,4 %, або 23,3 млрд грн). Середньозважена процентна ставка за кредитами в національній валюті домогосподарствам дорівнювала 35,8 % (у грудні 2018 р. – 33,1 %) [16].

Економіка України у 1991 р. мала майже однакові стартові можливості з Польщею й істотно переважала економіки Чехії, Румунії та Угорщини (рис. 11). Однак за останні 30 років країни-сусіди, завдяки послідовному проведенню структурних реформ, обійшли нашу країну в розвитку. Зростання вітчизняної економіки у 2019 р., за попередніми даними, очікується на рівні 3,3 % [12], що не дає можливості в найближчій перспективі зрівнятися за доходами ВВП на одну особу із зазначеними державами. У 2015 р. країна, будучи в реальному дефолті за своїми зобов'язаннями, у рамках реструктуризації зовнішніх боргів емітувала деривативи, прив'язані до темпів зростання ВВП, на 20 років уперед. З урахуванням цих умов виникають ризики штучного гальмування темпів зростання ВВП, щоб запобігти додатковим бюджетним витратам на виплати міжнародним фінансовим посередникам.

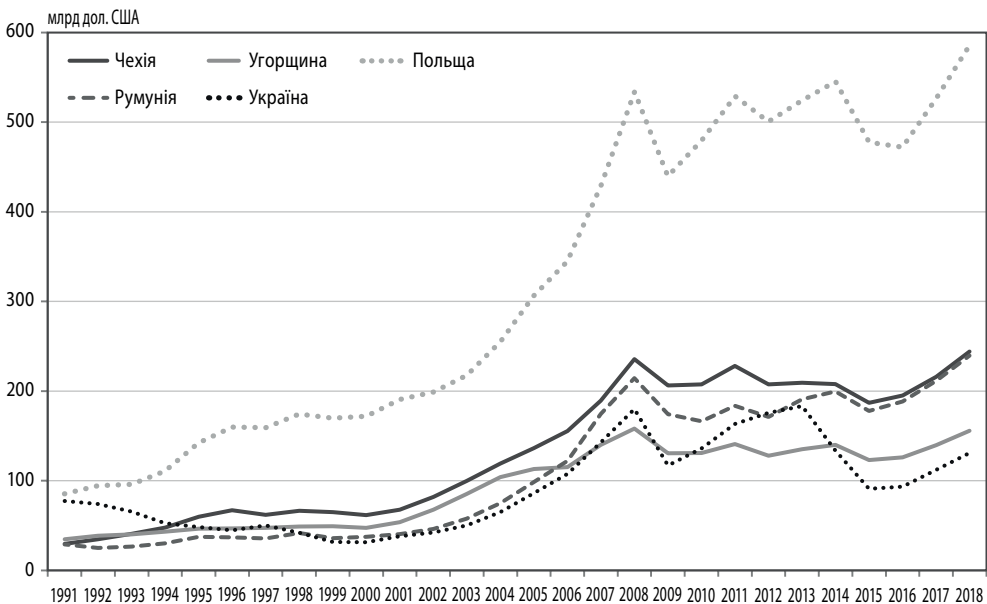


Рис. 11. Порівняння динаміки ВВП України та найближчих сусідів, що мають власну валюту, – Польщі, Чехії, Угорщини, Румунії

Складено за: Data Source: World Development Indicators. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD>.

Як зазначалося, у 2019 р. Україна, вперше за свою історію стикнулася з явищем істотного зміцнення обмінного курсу національної валюти на фоні погіршення показників промислового виробництва і від'ємного торговельного сальдо товарами та послугами. На динаміку обмінного курсу національної валюти мало вплив відкриття внутрішнього ринку урядових цінних паперів для іноземного інвестора через систему Clearstream. З одного боку, цей фінансовий потік дав змогу Україні у 2019 р. обслужити свої зовнішні запозичення без залучення коштів МВФ, з другого боку – з'явилися девальваційні ризики у разі виникнення умов неконтрольованого відпливу іноземного капіталу.

На підставі викладеного можна зробити такі висновки.

Комплексне управління фінансовою безпекою країни вимагає від монетарної влади зважених консолідованих рішень, які стосуються різних сфер регулювання фінансових потоків. У сучасних умовах ці функції виконують міжвідомчі комітети фінансової стабільності. У 2016 р. такий комітет створений і нині працює в Україні. Якість прийнятих рішень можна оцінювати з певним лагом згідно зі зміною індикаторів фінансової безпеки. Адекватна оцінка допустимих коливань цих індикаторів фінансової безпеки, а також їх моделювання є актуальною науковою проблемою. Такі “вимірювачі” за кожним індикатором фінансової безпеки монетарна влада повинна використовувати як інструмент на регулярній основі, оперативно та адекватно реагуючи на виклики. Доцільно зазначені показники враховувати у програмних документах, які регулюють грошово-кредитну політику.

Окремої уваги потребують проблеми фіскальної і монетарної політики. Інструменти Національного банку України істотно впливають на грошову пропозицію. Водночас розв'язання локального завдання зменшення темпів споживчої інфляції до заданого коридору може негативно позначитись на бюджетних показниках у цілому й економічному зростанні в реальному секторі. Існує загроза, що фінансові контрагенти ринку переорієнтують свої ресурси з кредитної підтримки останнього на спекулятивні операції, спрямовані на отримання прибутків від “фінансових бульбашок”.

Періодична зміна політичних еліт впливає на відсутність послідовної економічної політики, яка має сприяти створенню конкурентного середовища. Тому держава повинна запропонувати механізми підтримки розвитку економіки за рахунок бюджетних коштів (наприклад, часткова компенсація процентних ставок), щоб раціональніше використовувати трансмісійний потенціал банківської системи. Остання на початок 2020 р. вже накопичила значний фінансовий ресурс для суттєвого збільшення кредитування в різних сегментах ринку, зокрема щодо іпотечного та автокредитування, потреб малого та середнього бізнесу, програм енергозбереження й енергоефективності, місцевих екологічних програм.

### Список використаних джерел

1. Financial Soundness Indicators: Compilation Guide. Includes bibliographical references / International Monetary Fund. PWashington, D. C., 2006. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf>.

2. Єфименко Т. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки / ДННУ “Академія фінансового управління”. Київ, 2016. 496 с.
3. Про схвалення Стратегії реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 № 142-р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80>.
4. Уряд підтримав оновлені Засади стратегічного реформування державного банківського сектору / Кабінет Міністрів України. 2018. 21 лют. URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/news/uryad-pidtrimav-onovleni-zasadi-strategichnogo-reformuvannya-derzhavnogo-bankivskogo-sektoru>.
5. Рейнхарт К. М., Рогофф К. С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства. М. : Карьера Пресс, 2011. 528 с.
6. Demirguc-Kunt A., Detragiache E. The determinants of banking crises in developed and developing countries. *IMF Staff Papers*. 1998. Vol 43 (1). P. 81–109. URL: <https://doi.org/10.2307/3867330>.
7. Kaminsky G. L., Reinhart C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review*. 1999. Vol. 89 (3). P. 473–500. URL: <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.473>.
8. Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. СПб. : Питер, 2010. 544 с.
9. Currency Crises / P. Krugman, K. Rogoff, S. Fischer, W. J. McDonough. *International Capital Flows* / ed. by M. Feldstein. University of Chicago Press, 1999. URL: <http://www.nber.org/bookstoc/icftoc.html>.
10. Береславська О. І. Валютно-курсова політика в умовах інфляційного таргетування в Україні. *Зб. наук. пр. Університету державної фіскальної служби України*. 2017. № 2. С. 24–36. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps\\_2017\\_2\\_4](http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps_2017_2_4).
11. Кораблін С. О. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція. *Економіка і прогнозування*. 2005. № 1. С. 9–32. URL: [http://eip.org.ua/docs/EP\\_05\\_1\\_09\\_ru.pdf](http://eip.org.ua/docs/EP_05_1_09_ru.pdf).
12. Показники бюджетної резолюції на 2019 рік. URL: [https://ukr.lb.ua/economics/2018/05/16/397753\\_byudzhethnu\\_rezolyutsiyu\\_20192021\\_roki.html](https://ukr.lb.ua/economics/2018/05/16/397753_byudzhethnu_rezolyutsiyu_20192021_roki.html).
13. Шевченко П. Morgan Stanley прогнозує девальвацію гривні. *НВ Бізнес*. 2019. 2 квіт. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/finance/morgan-stanley-prognozuye-devalvaciyu-grivni-50014310.html>.
14. Лист про наміри та Меморандум про економічну і фінансову політику України та МВФ від 05.12.2018. URL: <https://bank.gov.ua/files/fplTmRcRptHiHVi>.
15. Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями : постанова Правління Національного банку України від 30.06.2016 № 351. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16>.
16. Офіційні дані НБУ. URL: <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

### References

1. International Monetary Fund. (2006). *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide. Includes bibliographical references*. Washington, D. C. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf>.
2. Iefymenko, T. (2016). *Fiscal and Monetary Security of National Economy*. Kyiv: SESE “The Academy of Financial Management” [in Ukrainian].
3. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2017). *On Approval of the Strategy for Reforming the Public Financial Management System for 2017–2020* (Decree No. 142-p, February 8). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80> [in Ukrainian].
4. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2017, February 21). *The Government has supported the updated Strategic Reform of the Public Banking Sector*. Retrieved from <https://>

www.kmu.gov.ua/ua/news/uryad-pidtrimav-onovleni-zasadi-strategichnogo-reformuvannya-derzhavnogo-bankivskogo-sektoru [in Ukrainian].

5. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2011). *This time everything will be different. Eight centuries of financial recklessness*. Moscow: Career Press [in Russian].

6. Demirguc-Kunt, A., Detragiache, E. (1998). The determinants of banking crises in developed and developing countries. *IMF Staff Papers*, 43 (1), 81–109. DOI: 10.2307/3867330.

7. Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review*, 89 (3), 473–500. DOI: 10.1257/aer.89.3.473.

8. Kindleberger, C. P. & Aliber, R. Z. (2010). *Panic crashes. A history of financial crises*. St. Petersburg: Peter [in Russian].

9. Krugman, P., Rogoff, K., Fischer, S., & McDonough, W. J. (1999). Currency Crises. *Feldstein, M. (Ed.). International Capital Flows*. University of Chicago Press. URL: <http://www.nber.org/bookstoc/icftoc.html>.

10. Bereslavskaya, O. I. (2017). Currency policy in conditions of inflation targeting in Ukraine. *Proceedings of the University of the State Fiscal Service of Ukraine*, 2, 24–36. Retrieved from [http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps\\_2017\\_2\\_4](http://nbuv.gov.ua/UJRN/znpnudps_2017_2_4) [in Ukrainian].

11. Korablin, S. O. (2005). Aggregate supply and optimal inflation. *Economy and Forecasting*, 1, 9–32. Retrieved from [http://eip.org.ua/docs/EP\\_05\\_1\\_09\\_ru.pdf](http://eip.org.ua/docs/EP_05_1_09_ru.pdf) [in Ukrainian].

12. *Budget resolution indicators for 2019*. (n. d.). Retrieved from [https://ukr.lb.ua/economics/2018/05/16/397753\\_byudzhettu\\_rezolyutsiyu\\_20192021\\_roki.html](https://ukr.lb.ua/economics/2018/05/16/397753_byudzhettu_rezolyutsiyu_20192021_roki.html) [in Ukrainian].

13. Shevchenko, P. (2019, April 2). Morgan Stanley predicts hryvnia devaluation. *NV Business*. Retrieved from <https://nv.ua/ukr/biz/finance/morgan-stanley-prognozuyeye-devalvaciyu-grivni-50014310.html> [in Ukrainian].

14. Ukraine, International Monetary Fund. (2018, December 5). *Letter of Intent and Memorandum on Economic and Financial Policy*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/files/fplTmRcRptHiHVi> [in Ukrainian].

15. National Bank of Ukraine. (2016). *On Approval of the Regulation on Determining the Amount of Credit Risk for Active Banking Transactions by Ukrainian Banks* (Decree No. 351, June 30). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16> [in Ukrainian].

16. National Bank of Ukraine. (n. d.). *Official data*. Retrieved from <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index> [in Ukrainian].