

А. О. Дробязко

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

АСИМЕТРИЧНИЙ ВПЛИВ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ МІЖ РЕАЛЬНИМ І БАНКІВСЬКИМ СЕКТОРАМИ НА МОНЕТАРНЕ РЕГУЛЮВАННЯ В КОНТЕКСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ БЕЗПЕКИ¹

Анотація. У статті визначено, що пов'язана з пандемією COVID-19 світова криза 2020 р. вимагає переосмислення монетарних підходів до її подолання. Оскільки руйнівного впливу зазнали цілі галузі світового господарства, у країнах, де центральні банки проводять політику таргетування інфляції, монетарний інструментарій може виявитися неефективним. Систематизовано й обґрунтовано основні якісні характеристики та кількісні індикатори грошових потоків безпеки національної економіки в контексті генерування фінансових потоків реальним сектором, котрий обслуговується фінансовою системою. Традиційно ідентифікація загроз монетарній безпеці здійснюється шляхом контролю поведінки індикаторів на чотирьох рівнях: 1) безпеки державних фінансів, що залежать від збалансованості бюджетних відносин, ступеня монетарної експансії, зовнішньоекономічних впливів на потоки торгівлі, інвестицій і запозичень; 2) безпеки економіки; 3) волатильності ринків; 4) стану суб'єктів інфраструктури фінансових ринків. Досліджено взаємозв'язок фінансових потоків між реальним і банківським секторами та дію інструментів монетарної влади на банки.

Ключові слова: монетарна політика, реальний сектор економіки, національна безпека, облікова ставка, обмінний курс національної валюти, грошова база, монетарна маса.

Рис. 8. Табл. 4. Літ. 17.

Anatolii Drobyazko

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

ASYMMETRIC IMPACT OF CASH FLOWS BETWEEN THE REAL AND BANKING SECTORS ON MONETARY REGULATION IN THE CONTEXT OF NATIONAL SECURITY

Abstract. The 2020 global crisis associated with the COVID-19 pandemic is exogenous to the economy. The global crisis requires a rethinking of monetary approaches to its solution. The world economy has become a "hostage" of medicine and technology of medical research, industrial production and mass vaccination of the general population. Entire sectors of the world economy have been devastated by the COVID-19 pandemic. In countries where central banks pursue inflation-targeting policies, monetary instruments may be ineffective. The article focuses on the analysis of financial flows between the real sector of the economy and the financial system. The application of classical methods of managing economic processes through money supply for Ukraine has a significantly limited application. On the territory of the country there is a parallel circulation of a

¹ Статтю підготовлено в рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

stronger foreign currency next to the national one. Therefore, there are additional threats. Traditionally, the identification of threats to economic security is considered in terms of monitoring the behavior of indicators at four levels. The first level consists of indicators of public finance security, which depend on the balance of budgetary relations, the level of monetary expansion, foreign economic influences on trade flows, investment and borrowing. The second level consists of indicators of economic security. The third level analyzes indicators of financial market volatility. The fourth level consists of indicators of the financial condition of the subjects of the infrastructure of financial markets. This article examines the interaction of financial flows between the real and banking sectors and the impact of monetary regulation instruments on banks.

Keywords: monetary policy, real sector of economy, household economy, corporate finance economy, discount rate, national currency exchange rate, monetary base, monetary mass.

JEL classification: E44, E52, H58, H60.

А. А. Дробязко

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

АСИММЕТРИЧНОЕ ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ МЕЖДУ РЕАЛЬНЫМ И БАНКОВСКИМ СЕКТОРАМИ НА МОНЕТАРНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В КОНТЕКСТЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ БЕЗОПАСНОСТИ

Аннотация. В статье определено, что связанный с пандемией COVID-19 мировой кризис 2020 г. требует переосмысления монетарных подходов к его преодолению. Поскольку разрушительному воздействию подверглись целые отрасли мирового хозяйства, в странах, где центральные банки проводят политику таргетирования инфляции, монетарный инструментарий может оказаться неэффективным. Систематизированы и обоснованы основные качественные характеристики и количественные индикаторы денежных потоков безопасности национальной экономики в контексте генерирования финансовых потоков реальным сектором, обслуживаемым финансовой системой. Традиционно идентификация угроз монетарной безопасности осуществляется путем контроля поведения индикаторов на четырех уровнях: 1) безопасности государственных финансов, которые зависят от сбалансированности бюджетных отношений, степени монетарной экспансии, внешнеэкономических воздействий на потоки торговли, инвестиций и заимствований; 2) безопасности экономики; 3) волатильности рынков; 4) состояния субъектов инфраструктуры финансовых рынков. Исследованы взаимосвязь финансовых потоков между реальным и банковским секторами и действие инструментов монетарной власти на банки.

Ключевые слова: монетарная политика, реальный сектор экономики, национальная безопасность, учетная ставка, обменный курс национальной валюты, денежная база, монетарная масса.

Концептом аналізу сучасних підходів до наукових досліджень світових економічних криз є зміна балансів попиту і пропозиції як ендогенного чинника за циклами Дж. Китчина (3–4 роки), К. Жюгляра (7–11 років), С. Кузнеця (15–25 років), М. Кондратьєва (45–60 років). Сучасна криза, пов'язана з пандемією COVID-19, має екзогенний характер та справлятиме тривалий вплив на розвиток глобальної економіки. Особливість поточної кризи, котра по-

передньо оцінюється для світового ВВП директором-розпорядником МВФ К. Георгієвою в 30 трлн дол. США [1], полягає в тому, що глобальна економіка стала заручницею медицини й досліджень у цій сфері, промислового виготовлення та масової вакцинації широких верств населення. Більше того, немає жодних гарантій, що подібна криза з іншим штамом вірусу не з'явиться в найближчому майбутньому з відповідними руйнівними наслідками.

Глобалізація сприяє зростанню ролі зовнішніх чинників стійкості національної економіки й фінансової системи, а інтенсивність їх впливу великою мірою залежить від інтеграції такої економіки і взаємозв'язків між національною та світовою фінансовими системами. Заходи, вжиті урядами провідних країн у період кризи COVID-19, мають вибуховий характер збільшення державних боргів, а отже, й фінансового навантаження на бюджети в короткостроковій перспективі. Україна, зі своєю малою, відкритою сировинною економікою, повинна розробити власну модель виживання, а також систему індикаторів економічної безпеки, котра дасть змогу формувати об'єктивну оцінку для прийняття управлінських рішень. Класичні методи економічного аналізу господарських процесів не надають такої оцінки хоча б тому, що на території України паралельно з національною використовується іноземна валюта. З огляду на це аналіз динаміки класичних грошових агрегатів, скажімо M0 (гроші в обігу поза банківською системою), не може змалювати реальну картину поточних процесів.

Класичні індикатори стану державних фінансів, а також їх порогові значення обґрунтовані в класичній монографії Т. І. Єфименко [2]. Ю. М. Харазішвілі поряд із індикаторами економічної безпеки аналізує обсяги тіньового сектору в нашій державі [3]. Традиційно загрози такій безпеці ідентифікуються на чотирьох рівнях: 1) безпеки державних фінансів, які залежать від збалансованості бюджетних відносин, ступеня монетарної експансії, зовнішньоекономічних впливів на потоки торгівлі, інвестицій і запозичень; 2) безпеки економіки, котрі спираються на темпи зростання ВВП, інфляцію на внутрішньому ринку, що можна виміряти за обсягами фінансових потоків між реальним та фінансовим секторами; 3) волатильності показників валютного, товарного, фондового ринків; 4) регулювання фінансового стану стійкості суб'єктів інфраструктури фінансових ринків. Наприклад, втрата банками ліквідності може стати джерелом нестабільності економічної системи загалом.

Дослідження фахівців Академії фінансового управління протягом останніх років були спрямовані на розкриття ролі банків у розвитку конкретних галузей економіки й фінансового сектору в процесах інтеграції України у глобальне середовище. Так, у монографії за редакцією Т. І. Єфименко та О. Г. Білоруса окреслено місце фінансових інститутів у світі та їх вплив в умовах нової економічної реальності [4]. Питанням подолання системної фінансової кризи 2014–2015 рр. присвячено монографію за редакцією С. М. Аржевітіна, Т. Є. Унковської [5]. Поточна монетарна політика Національного банку України у 2018–2020 рр. піддається аргументованій критиці з боку Голови Ради НБУ академіка Б. М. Данилишина [6]. У колективній пра-

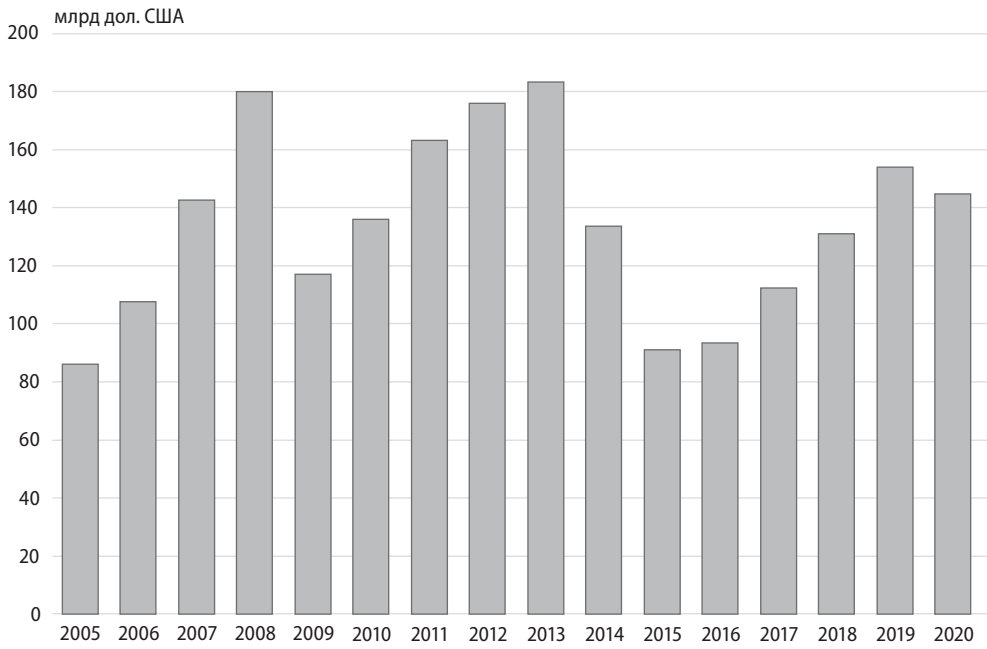
ці за редакцією О. В. Шлапака й Т. І. Єфименко розглянуто проблеми модернізації вітчизняної фінансової системи в процесі євроінтеграції [7]. Аналіз бізнес-моделей банків із державним капіталом та їх впливу на економіку проведено Г. П. Бортніковим, О. О. Любічем та ін. [8–10]. Порівнянню ролі банків із державним капіталом у Східній Європі та Україні присвячена їхня стаття 2020 р. [11]. Утім, в умовах колосальних потрясінь, пов'язаних із пандемією COVID-19, дискусія щодо ролі й місця центрального банку в підтримці реальної економіки загострилася.

Мета статті – на основі динаміки індикаторів фінансових потоків між банками та домогосподарствами й корпоративним сектором економіки дослідити їх кореляцію з інструментами монетарної політики, котрі застосовує Національний банк України. При цьому інформаційною базою дослідження слугують цифрові ряди, які охоплюють останні системні кризи в Україні починаючи з 2005 р.

Ключовим індикатором розвитку економіки й безпеки сектору загального державного управління є динаміка ВВП, за кварталними змінами якого аналітики роблять висновки про стан національної господарської системи, а світові рейтингові агенції – про безпечність інвестицій. На рис. 1 відображена динаміка ВВП України за даними економетричних баз Світового банку. В Україні протягом 1990-х років спостерігалася системна криза трансформаційного періоду. Різносторонні процеси у світовій економіці та долучення до них нашої країни спричинили її стрімке зростання з початку XXI ст. до 2007 р. Масштабна криза 2008–2009 рр. зумовила падіння економіки на 15 %, відкинувши країну на декілька років назад. Унаслідок наступної кризи, 2014–2015 рр., за даними Світового банку, ВВП скоротився зі 183 млрд дол. США у 2013 р. до 91 млрд дол. у 2015 р. Згодом, у 2019 р., незважаючи на втрату частини території та продовження збройного конфлікту на Сході України, ВВП збільшився до 153,8 млрд дол. США. Однак у 2020 р., за попередніми розрахунками, через пандемію COVID-19 очікується його зменшення до 144 млрд дол. [12].

Упродовж останніх 15 років країна мала дефіцитний бюджет, який збільшував витрати на обслуговування боргових зобов'язань, котрі в країні, де ведуться воєнні дії, перевищують витрати на оборону (рис. 2). Найбільш розбалансованим державний бюджет був у кризові роки. За період 2005–2020 рр. його загальний дефіцит перевищив 58 млрд дол. США, й останній необхідно було покривати за рахунок запозичень на внутрішньому або зовнішньому ринку.

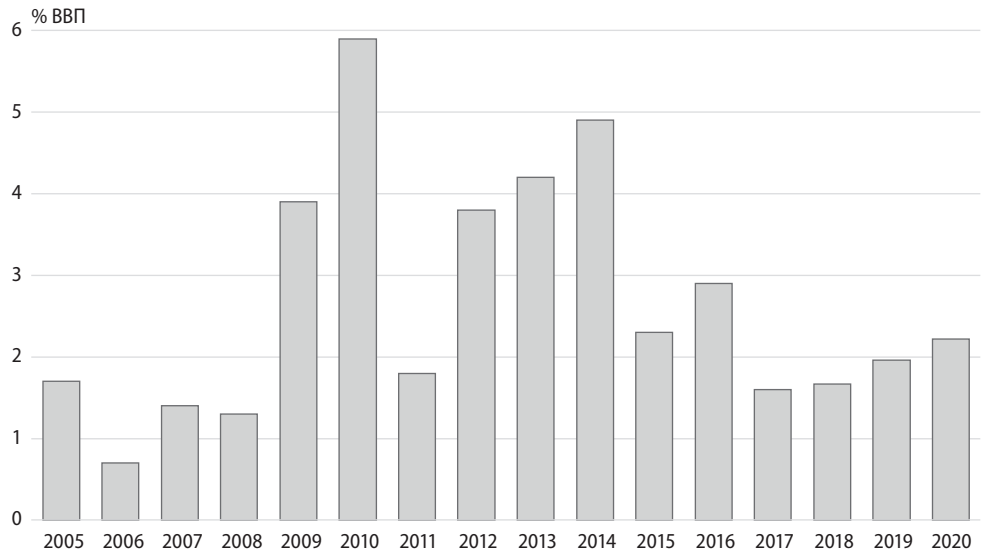
Україна має дуже відкриту економіку. Її зовнішньоторговельний оборот (грошові потоки за експортом та імпортом) у різні роки коливався від 85 до 108 % ВВП. Аналіз потоків експорту та імпорту товарів і послуг за 2005–2020 рр. (рис. 3) показав, що дефіцит зовнішньої торгівлі України за цей період перевищив 110 млрд дол. США. Починаючи з 2007 р. спостерігається виключно від'ємне торговельне сальдо. Купівельна спроможність споживання імпортованих товарів зберігається завдяки потокам прямих іноземних інвестицій і трансферам заробітчан з-за кордону.



Примітка. Дані за 2020 р. розрахункові.

Рис. 1. Динаміка ВВП України протягом 2005–2020 рр.

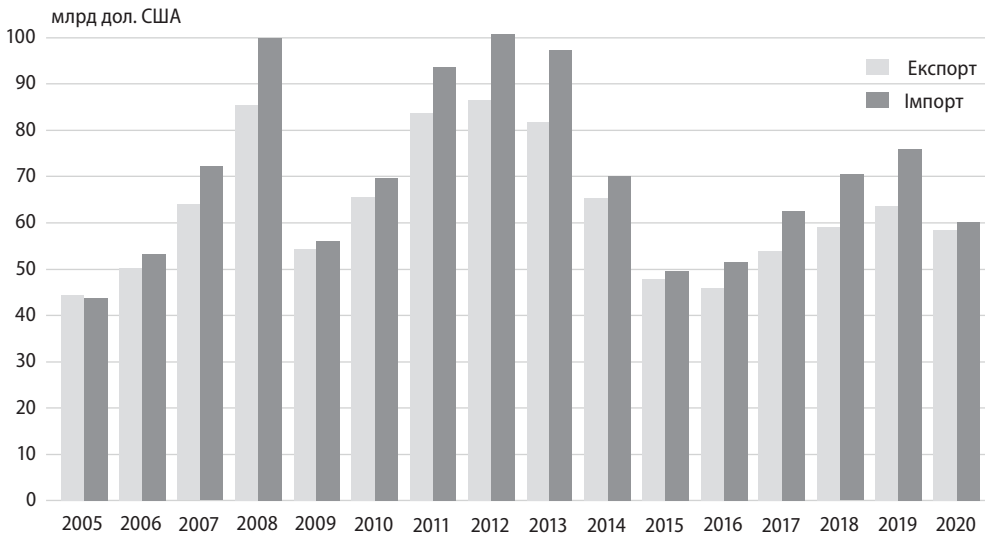
Джерело: World Bank National Accounts data, and OECD National Accounts data files. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=ua>.



Примітка. Дані за 2020 р. розрахункові.

Рис. 2. Динаміка дефіциту державного бюджету у 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Державної служби статистики України (URL: <https://www.ukrstat.gov.ua/>).



Примітка. Дані за 2020 р. розрахункові.

Рис. 3. Динаміка експорту та імпорту товарів і послуг у 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

Національний банк України за допомогою монетарних важелів може впливати на економічні процеси через банківську систему. Проте домогосподарства та суб'єкти економічної діяльності діють із позиції збереження власного багатства чи мінімізації збитків, тож їхня реакція на економічну й політичну ситуації не завжди є прогнозованою для влади. Більше того, інколи поведінка суб'єктів господарювання суперечить директивам та іншим нормативним документам Уряду й НБУ. Класичні схеми дослідження трансмісійних механізмів в Україні викривляються через наявність у обігу поряд із гривнею великого обсягу іноземної готівкової валюти. Фахові оцінки різняться. Наведемо одну з найліберальніших: “Четверту частину від офіційного ВВП України, або 846 млрд гривень, становлять тіньові операції. Такі перші результати дослідження стану тіньової економіки в Україні, що провела компанія Ernst & Young у лютому 2020 року за підтримки Mastercard у рамках укладеного Меморандуму про співробітництво з Міністерством розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, Національним банком України та Державною службою статистики України. ...За результатами дослідження української економіки, 846 млрд гривень, або 23,8 % від офіційного ВВП за 2018 рік, перебуває в тіні, з них: 1) 19,7 % ВВП (702 млрд грн) становить готівкова тіньова економіка, 2) 4,1 % ВВП (144 млрд грн) – домашнє виробництво товарів для власного кінцевого використання, тобто negroшова тіньова економіка” [13]. Враховуючи непрямі зв'язки між інструментами НБУ, обігом готівки на ринку та банками, пропонуємо таку схему кореляцій фінансових потоків (рис. 4). Період досліджен-

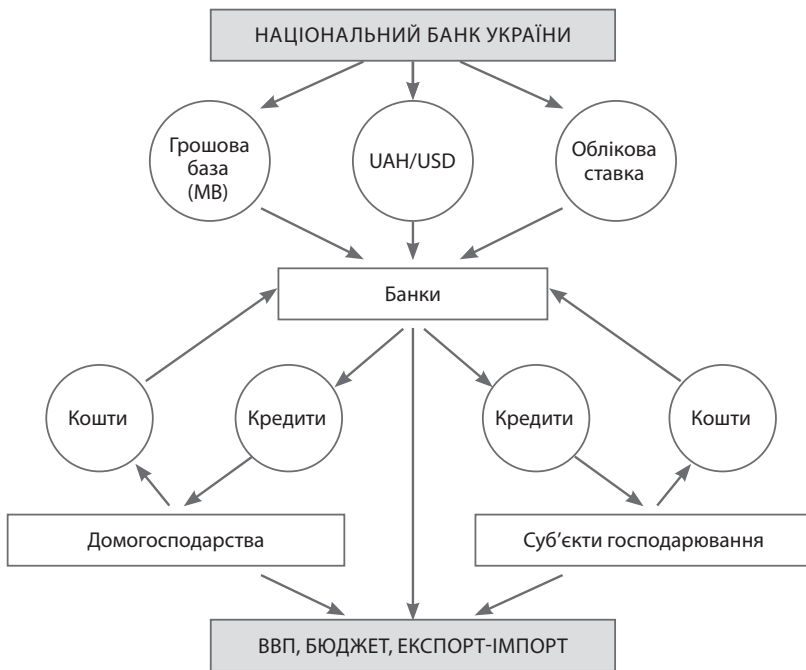


Рис. 4. Схема основних фінансових потоків банківської системи

Побудовано автором.

ня, який припадає на 2005–2020 рр., охоплює швидке зростання економіки й банківської системи, а також кризові часи.

Розглянемо динаміку основних індикаторів кореляції інформаційних рядів (рис. 5).

В арсеналі НБУ, крім адміністративних важелів, є три ключових інструменти:

1. Управління грошовою базою, яка формується з випуску в обіг нової готівки (M0), та нормативне регулювання правил обов'язкового резервування коштів, залучених банками від клієнтів. Далі, через трансмісійний механізм, взаємодію банків із центральним банком і з реальним сектором економіки, кошти на поточних (M1) і на строкових (M2) рахунках банків, формується грошова маса. До того ж, згідно із законодавством, НБУ виконує для банків функцію кредитора останньої інстанції й має можливість рефінансувати їх за правилами, котрі складаються за нормативними рішеннями безпосередньо регулятором (рис. 6).

2. Управління обмінним курсом національної валюти. НБУ вповноважений, залежно від щоденного балансу попиту-пропозиції валютних коштів на внутрішньому ринку, виходити з інтервенціями, скуповуючи надлишки валюти в резерви або покриваючи її дефіцит за рахунок останніх. Рішення про продаж резервів приймаються виходячи з наявних валютних запасів і загальної стратегії управління обмінним курсом. В основі управління ним – експортно-імпортні

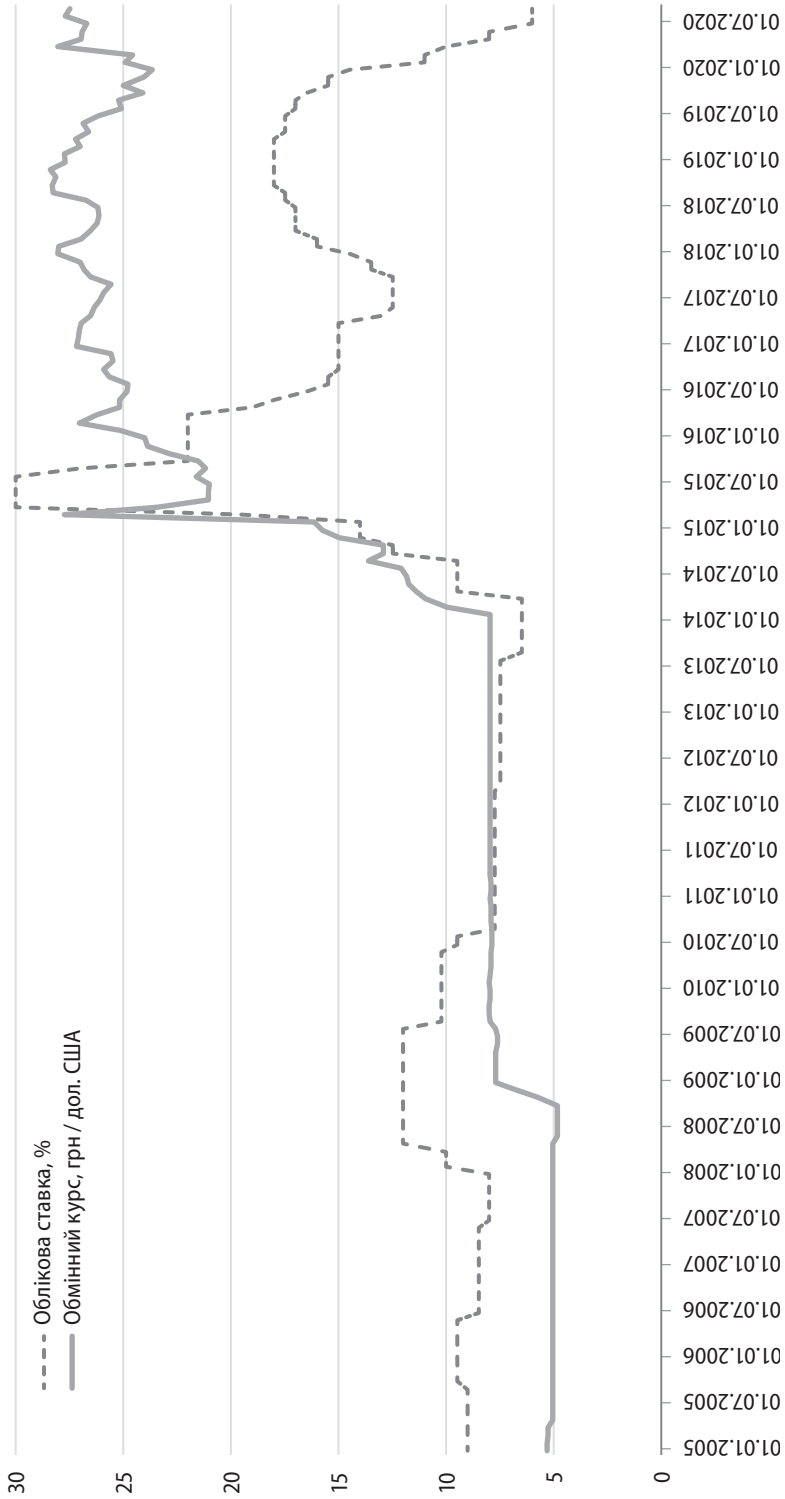


Рис. 5. Динаміка облікової ставки НБУ та обмінного курсу протягом 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

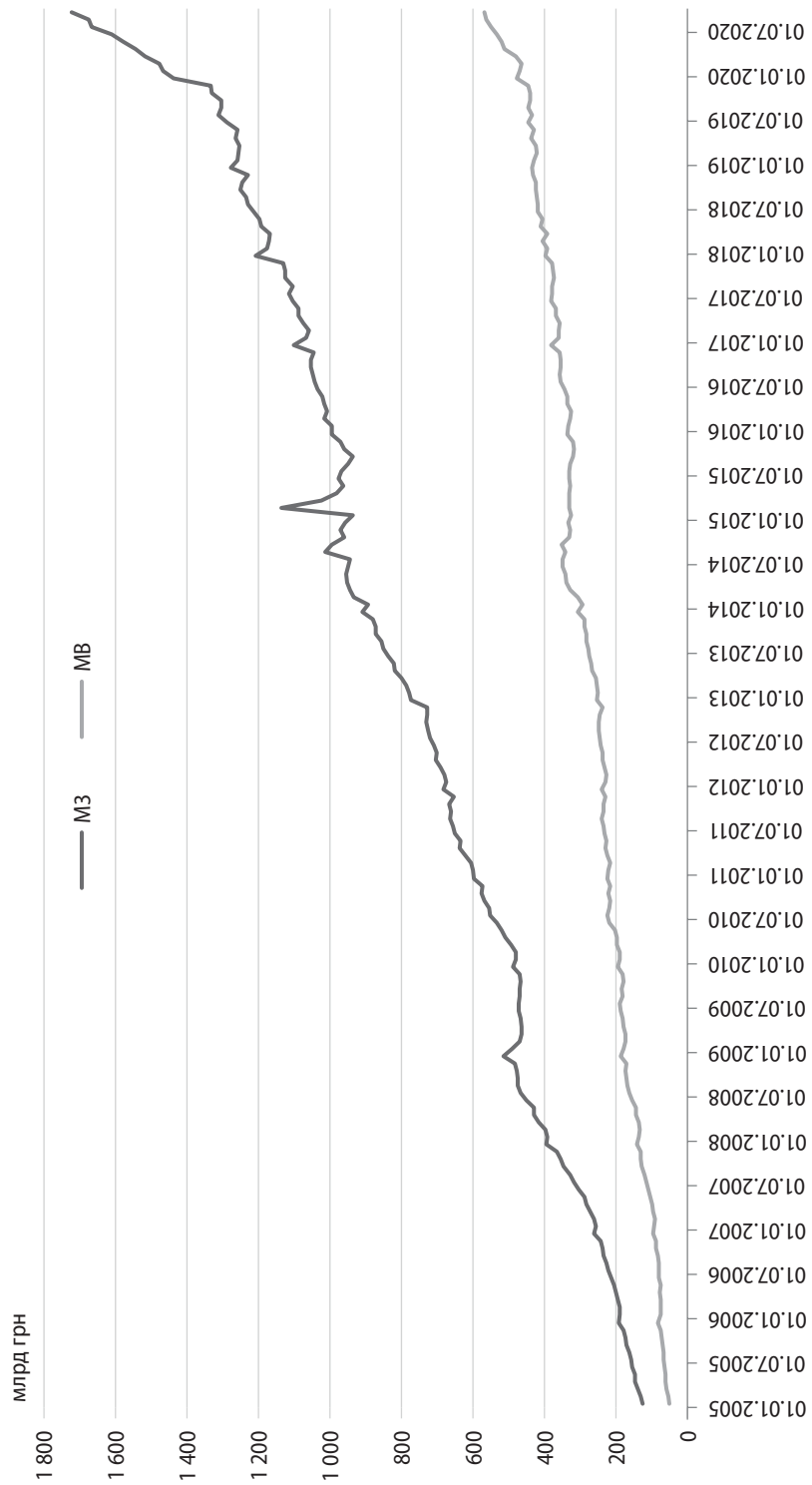


Рис. 6. Динаміка грошової бази (MB) і грошової маси (M3) у 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

потоки, які генерує реальна економіка, потоки коштів прямих та портфельних іноземних інвестицій, а також заробітчан, котрі підживляють споживчий ринок. Також варто враховувати, що у внутрішньому бівалютному готівковому обігу валютні кошти для населення наразі виконують функцію нагромадження (див. рис. 5). Підписавши Меморандум із МВФ, Україна зобов'язалася проводити політику вільно плаваючого обмінного курсу, хоча НБУ досить довгий час у певні періоди реалізував політику фіксованого курсу, або “цінового якоря”.

3. Управління обліковою ставкою НБУ, яка за теорією повинна безпосередньо впливати на динаміку ринкових процентних ставок і опосередковано – на індекс цін на споживчому ринку. В розвинutih країнах, де в розпорядженні центральних банків є чималі ліміти для кредитування (рефінансування) банків, облікова ставка великою мірою визначає ринкову ставку, за котрою вони кредитують реальну економіку. В Україні, де є високий ризик неповернення кредитних ресурсів від “зомбі”-клієнтів, кореляція між обліковою й кредитними ставками не така однозначна. Відповідно до поточної політики НБУ, узгодженої з меморандумами про співпрацю з МВФ, із 2014 р. проводиться таргетування інфляції на внутрішньому ринку, яке полягає в тому, аби за допомогою всіх доступних інструментів забезпечувати додатний індекс споживчих цін. Згідно з Основними засадами грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу [14], задля стабільності на грошовому ринку НБУ повинен утримувати облікову ставку в коридорі $5\% \pm 1\%$. За підсумками 2020 р. у Банку розгорнулася дискусія стосовно коридору для базової ставки. Слід зазначити, що він змушений істотно підвищувати облікову ставку за кожної дестабілізації грошового ринку.

На рис. 7 і 8 відображено динаміку індикаторів обсягів кредитів та коштів, котрі надає й споживає реальний сектор у гривні та валюті. У табл. 1 наведено основні монетарні показники та портфелі банківської системи, надані реальному сектору економіки (див. рис. 5–8) станом на початок року в період 2005–2020 рр.

Згідно зі схемою на рис. 4 проаналізуємо кореляційні впливи між монетарними інструментами, якими управляє НБУ, і реакцією суб'єктів реальної економіки, що керуються власними уявленнями про використання інструментів банків для ведення господарства або бізнесу. Зміна монетарних показників може впливати позитивно, коли збільшення чи зменшення монетарного параметра веде до відповідного зростання або зниження параметра реальної економіки. Ступінь кореляції в такому разі є близьким до 1. Вважається, що між динамікою фінансових інструментів існує дуже тісний кореляційний зв'язок, якщо кореляція перебуває в діапазоні 0,999–0,750. Можливий і від'ємний кореляційний зв'язок у діапазоні від –0,999 до –0,750, коли збільшення або зменшення монетарного інструменту має протилежний вплив, наприклад, зниження облікової ставки стимулює зростання обсягів кредитування.

Для аналізу масивів даних використовують багато різноманітних математичних методів, котрі дають змогу повно і всебічно аналізувати зібрану інформацію. У сучасному економічному науковому середовищі з цією метою

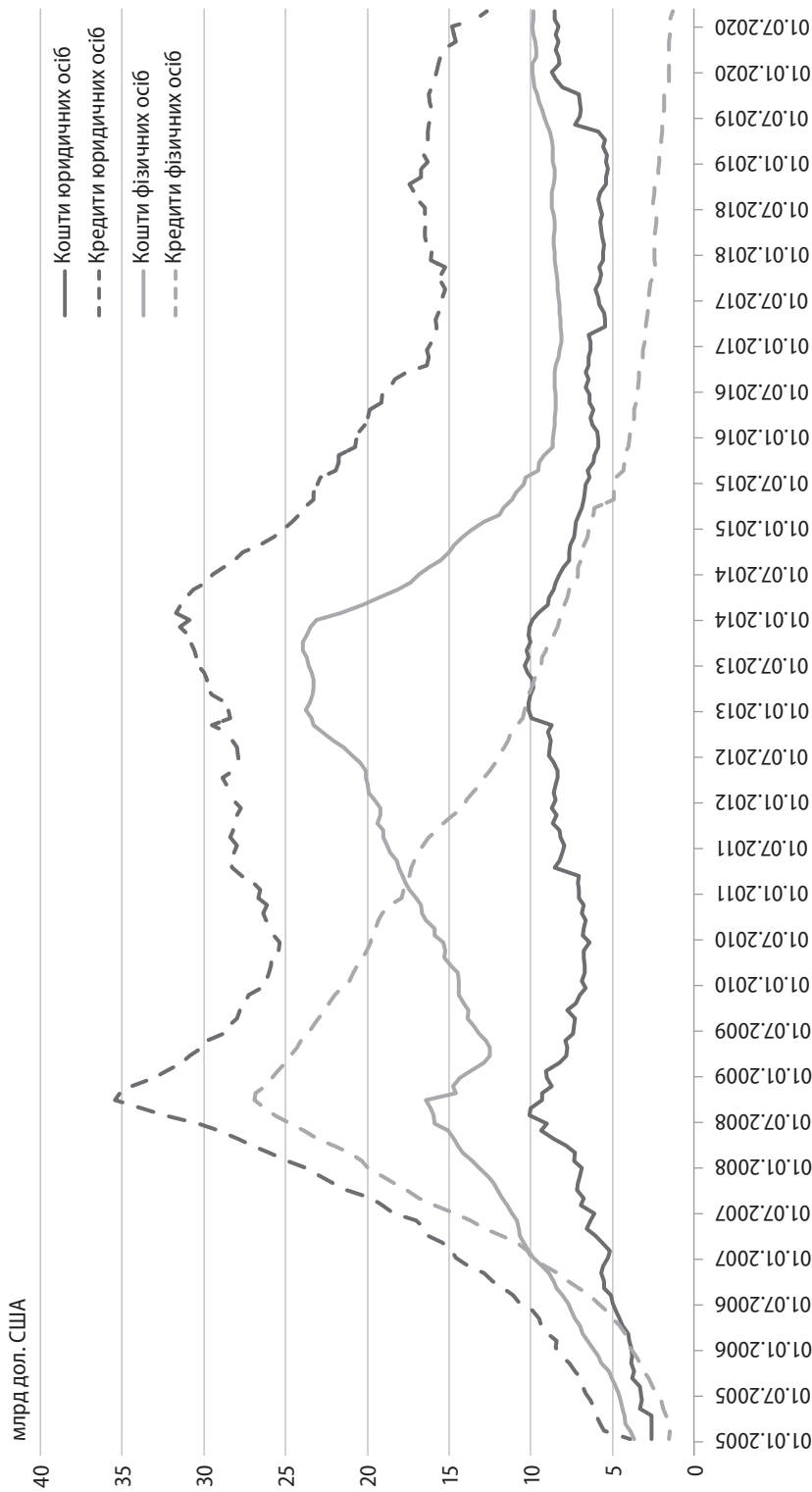


Рис. 7. Динаміка коштів та кредитів юридичних і фізичних осіб у іноземній валюті протягом 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

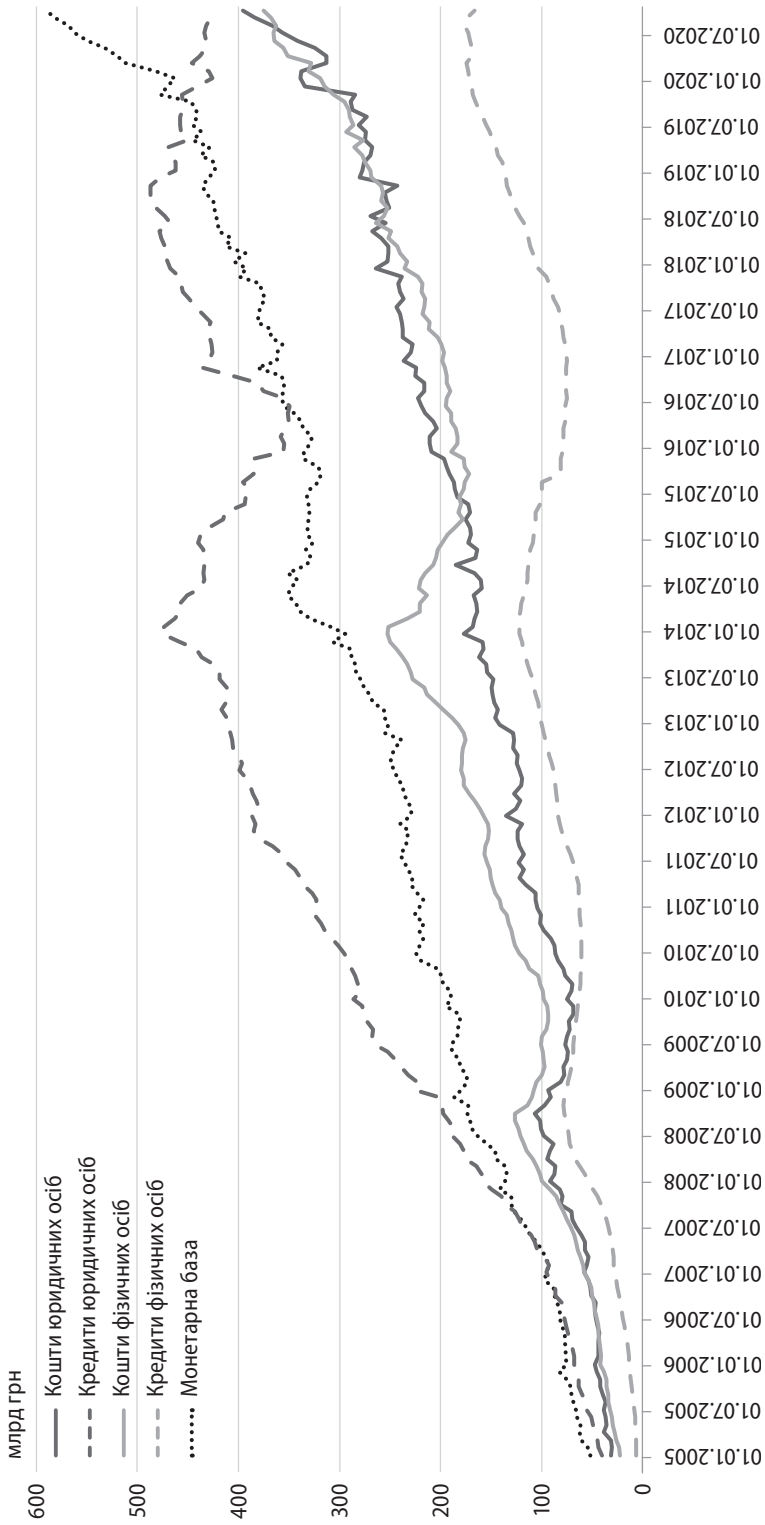


Рис. 8. Динаміка монетарної бази, коштів та кредитів юридичних і фізичних осіб у національній валюті протягом 2005–2020 рр.

Побудовано на підставі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/>).

Таблиця 1. Динаміка основних монетарних показників та портфелів банківської системи в 2005–2020 рр.

Дата	Облікова ставка, %	Курс (А/В, грн/дол. США)	Грошова маса (МЗ), млрд грн	Монетарна база (МВ), млрд грн	Кошти фізичних осіб		Кошти юридичних осіб		Кредити фізичних осіб		Кредити юридичних осіб	
					Національна валюта, млн грн	Іноземна валюта, млн дол. США	Національна валюта, млн грн	Іноземна валюта, млн дол. США	Національна валюта, млн грн	Іноземна валюта, млн дол. США	Національна валюта, млн грн	Іноземна валюта, млн дол. США
01.01.2005	9,00	5,3054	125,7	52,2	22 151	3 720	31 020	2 641	6 631	1 540	39 905	3 929
01.01.2006	9,50	5,0500	188,8	75,3	42 261	6 234	47 393	3 866	13 727	3 923	67 381	8 484
01.01.2007	8,50	5,0500	257,0	95,5	58 013	9 864	57 874	5 309	28 325	9 973	95 272	14 609
01.01.2008	8,00	5,0500	391,3	136,3	99 878	13 160	91 728	6 918	54 918	19 981	158 545	23 767
01.01.2009	12,00	7,7000	491,8	180,0	107 738	14 353	93 608	9 025	75 247	25 859	224 771	33 050
01.01.2010	10,25	7,9850	479,9	189,4	98 313	14 438	75 002	6 667	63 677	21 579	286 164	26 488
01.01.2011	7,75	7,9617	601,2	221,8	139 417	17 039	104 090	7 074	62 252	17 929	324 555	26 642
01.01.2012	7,75	7,9898	675,5	229,9	157 160	19 198	135 247	8 707	83 555	14 172	386 659	27 714
01.01.2013	7,50	7,9930	780,1	251,8	182 735	23 412	141 642	9 993	99 583	10 509	410 360	28 362
01.01.2014	6,50	7,9930	893,9	294,5	252 777	23 481	177 513	10 087	121 883	8 390	475 197	31 467
01.01.2015	14,00	15,7686	936,2	326,7	197 997	14 179	172 756	7 376	108 774	6 522	440 318	25 737
01.01.2016	22,00	24,0007	995,0	335,1	189 682	8 672	209 024	5 894	78 951	4 040	355 552	20 729
01.01.2017	15,00	27,1909	1 065,7	362,0	198 496	8 324	237 015	6 501	74 879	3 172	429 714	16 261
01.01.2018	14,50	28,0672	1 176,1	392,3	235 360	8 491	264 529	5 806	103 262	2 412	467 388	15 220
01.01.2019	18,00	27,6883	1 258,2	428,9	268 225	8 560	280 246	5 429	135 679	2 202	476 977	16 748
01.01.2020	14,50	23,6862	1 465,6	469,8	314 699	9 786	334 263	8 054	169 171	1 587	441 069	16 085
01.10.2020	6,00	28,4383	1 755,2	581,7	368 342	9 836	383 611	8 568	173 804	1 473	427 500	13 380

Розраховано та складено автором.

Таблиця 2. Матриця кореляції між динамікою інструментів НБУ та динамікою портфелів кредитів і коштів реального сектору у 2005–2020 рр.

	Кошти фізичних осіб		Кошти суб'єктів господарювання		Кредити фізичних осіб		Кредити суб'єктів господарювання	
	грн	дол. США	грн	дол. США	грн	дол. США	грн	дол. США
Облікова ставка	0,238	-0,426	0,393	-0,269	0,247	-0,342	0,320	-0,129
Курс	0,764	-0,423	0,912	-0,144	0,661	-0,654	0,699	-0,296
М0	0,961	-0,042	0,971	0,245	0,909	-0,504	0,888	0,024
М1	0,958	-0,122	0,987	0,182	0,900	-0,545	0,831	-0,082
М2	0,972	-0,035	0,982	0,256	0,914	-0,529	0,884	0,006
М3	0,972	-0,033	0,982	0,258	0,915	-0,528	0,884	0,007
МВ	0,967	-0,035	0,975	0,248	0,913	-0,504	0,892	0,021

Розраховано автором.

активно застосовують комп'ютерні програми. Стандартні статистичні методи включені до складу електронних таблиць, таких як MS Excel [15].

Розрахуємо з використанням можливостей Excel кореляцію між інструментами, якими оперує НБУ, та фінансовими потоками між банківським сектором і реальною економікою (табл. 2, 3).

Як бачимо, найбільша кореляція існує між динамікою монетарних агрегатів та коштів юридичних і фізичних осіб, котрі є складовими цих індикаторів. Так, за 2005–2020 рр. обмінний курс гривні зріс у 5,4 раза, з 5,3 до 28,4 грн/дол. США; готівка в обігу (М0) – у 12 разів, із 40,4 млрд до 486,9 млрд грн; монетарна база (МВ) – у 11,2 раза, з 52,2 млрд до 587,1 млрд грн; грошова маса (М3) – в 14 разів, зі 125,7 млрд до 1755,2 млрд грн. Відповідно, кошти фізичних осіб у гривні збільшились у 16,6 раза, з 22,1 млрд до 374,9 млрд грн, юридичних – у 12,4 раза, з 31 млрд до 395,5 млрд грн. Цікаво, що кредитний портфель у національній валюті фізичних осіб зріс у 26,2 раза, із 6,6 млрд до 166,4 млрд грн, юридичних – у 10,7 раза, з 39,9 млрд до 424,9 млрд грн.

Водночас динаміка валютних кредитів і депозитів слабо корелює зі зміною показників регулятора, таких як облікова ставка та валютний курс. Доларизація портфеля депозитів юридичних і фізичних осіб становить 40,5 %, і валютна частина не має тісного зв'язку з динамікою інструментів НБУ. Те саме стосується кредитів юридичних осіб у валюті (46 %). Показовими є результати розрахунку з від'ємною кореляцією обсягів валютного портфеля фізичних осіб (котрий із 2009 р. зменшується), а також обмінним курсом і монетарними агрегатами, які зростають.

Майже половина ресурсів, котрими користується економіка, не корелюють із інструментами, застосовуваними НБУ для проведення монетарної політики. Тому порівнюємо вплив щорічного збільшення (фінансового потоку, генерованого НБУ) й динаміки фінансових потоків, утворюваних реальним сектором у попиту/пропозиції, до банківської системи (табл. 4).

У рамках поточного дослідження розглянемо кореляцію зміни за період (місяць, квартал, рік) показників облікової ставки, валютного курсу, моне-

Таблиця 3. Кореляційна матриця між зміною інструментів НБУ та зміною портфелів кредитів та депозитів реального сектору з лагом 1, 3, 12 місяців на даних за період 2005–2020 рр.

	Кошти				Кредити			
	фізичних осіб		суб'єктів господарювання		фізичних осіб		суб'єктів господарювання	
	грн	дол. США	грн	дол. США	грн	дол. США	грн	дол. США
Лаг 1 місяць								
Облікова ставка	-0,170	-0,195	-0,004	-0,018	0,086	0,022	-0,052	0,026
Курс	-0,340	-0,294	-0,095	-0,113	-0,116	-0,051	-0,046	-0,102
M0	0,110	0,129	-0,062	-0,096	0,126	0,264	0,250	0,197
M1	0,140	0,171	-0,168	-0,076	0,094	0,206	0,144	0,167
M2	0,223	0,269	-0,044	-0,011	0,191	0,244	0,182	0,224
M3	0,226	0,272	-0,038	-0,013	0,195	0,247	0,185	0,230
MB	0,098	0,164	-0,027	-0,073	0,132	0,243	0,236	0,235
Лаг 3 місяці								
Облікова ставка	-0,243	-0,293	-0,108	-0,127	0,057	-0,003	-0,090	0,002
Курс	-0,535	-0,517	-0,291	-0,305	-0,258	-0,126	-0,118	-0,244
M0	0,398	0,219	0,209	0,239	0,313	0,476	0,393	0,505
M1	0,531	0,300	0,407	0,284	0,296	0,459	0,330	0,480
M2	0,605	0,538	0,526	0,403	0,511	0,584	0,430	0,615
M3	0,608	0,544	0,527	0,400	0,516	0,589	0,433	0,620
MB	0,438	0,300	0,362	0,204	0,314	0,477	0,402	0,523
Лаг 12 місяців								
Облікова ставка	-0,345	-0,409	-0,142	-0,326	-0,072	-0,061	-0,160	-0,068
Курс	-0,661	-0,683	-0,411	-0,552	-0,431	-0,241	-0,258	-0,342
M0	0,670	0,526	0,514	0,525	0,662	0,657	0,723	0,771
M1	0,820	0,638	0,716	0,591	0,677	0,702	0,659	0,761
M2	0,890	0,790	0,753	0,748	0,805	0,800	0,707	0,875
M3	0,893	0,794	0,755	0,749	0,808	0,807	0,707	0,878
MB	0,738	0,592	0,557	0,536	0,643	0,693	0,744	0,785

Розраховано автором.

Таблиця 4. Річна динаміка (грудень до грудня) основних показників – монетарних та банківської системи, 2005–2020 рр.

Рік	Зміна ВВП, %	Зовнішній товарообіг, млрд дол. США	ВВП, млрд дол. США	ІСД, %	Зміна, %										кредитного портфеля		
					облікової ставки	середнього обмінного курсу	M0	M1	M2	M3	MB	коштів		фізичних осіб	юридичних осіб		
												фізичних осіб	юридичних осіб				
2005	3,8	88,1	86,1	10,3	5,6	-4,8	39,8	41,9	49,7	50,2	44,3	76,0	48,6	126,6	81,4	126,6	81,4
2006	8,2	103,5	107,6	11,6	-10,5	0	24,4	28,5	35,4	36,1	26,7	46,2	26,5	134,6	53,4	134,6	53,4
2007	8,2	136,2	142,6	16,6	-5,9	0	49,2	46,5	51,8	52,3	42,7	54,3	49,6	98,0	64,8	98,0	64,8
2008	2,9	185,6	179,8	22,3	50,0	52,5	42,4	23,9	26,7	25,7	32,1	31,2	28,8	76,1	72,0	76,1	72,0
2009	-14,4	110,5	117,1	12,3	-14,6	3,7	1,9	5,6	-2,5	-2,4	5,2	-2,1	-21,4	-14,0	3,8	-14,0	3,8
2010	4,2	135,2	136,0	9,1	-24,4	-0,3	15,1	26,3	25,5	25,3	17,1	28,8	25,1	-13,1	7,8	-13,1	7,8
2011	5,8	177,4	163,2	4,6	0	0,4	4,8	5,6	12,1	12,4	3,7	12,9	27,7	-4,0	13,3	-4,0	13,3
2012	0,5	187,4	175,8	-0,2	-3,2	0	7,2	7,9	15,8	15,5	9,5	19,1	8,2	-6,7	4,8	-6,7	4,8
2013	0,2	179,1	183,3	0,5	-13,3	0	19,1	15,2	14,4	14,6	17,0	19,1	16,5	2,9	14,1	2,9	14,1
2014	-1,1	135,5	133,5	24,9	115,4	97,3	16,3	15,6	5,0	4,7	11,0	-4,3	12,0	12,0	16,4	12,0	16,4
2015	-9,4	97,4	91,0	43,3	57,1	52,2	-0,9	4,5	6,4	6,3	2,6	-5,6	21,2	-16,9	0,8	-16,9	0,8
2016	2,6	97,4	93,4	12,4	-31,8	13,3	8,4	10,5	7,1	7,1	8,0	6,8	18,1	-8,4	2,2	-8,4	2,2
2017	2,9	116,4	112,2	13,7	-3,3	3,2	9,0	15,3	10,4	10,4	8,4	11,5	3,3	6,1	2,6	6,1	2,6
2018	3,9	129,6	130,8	9,8	24,1	-1,4	8,6	13,1	6,7	7,0	9,3	6,7	0,7	15,0	5,2	15,0	5,2
2019	3,8	138,9	153,7	4,1	-19,4	-14,5	6,1	16,1	16,6	16,5	9,5	8,2	21,9	5,1	-12,6	5,1	-12,6
2020	-5,0	130,0	144,0	4,3	-58,6	20,1	31,5	25,8	19,8	19,8	23,8	18,3	19,2	4,2	-1,9	4,2	-1,9

Примітка. Показники за 2020 р. розрахункові.

Розраховано автором.

тарних агрегатів та їх вплив на портфелі кредитів і кошти юридичних та фізичних осіб. Тобто монетарна влада приймає рішення щодо емісії національної валюти чи облікової ставки або під впливом обставин змінюється обмінний курс національної валюти. Проаналізуємо, як реальна економіка взаємодіє з банківською системою через фінансові потоки (див. табл. 3).

Розрахунки свідчать, що система має інерційний характер. Зміна монетарних інструментів майже не впливає на динаміку фінансових потоків між банківським і реальним секторами в горизонті одного місяця. Домінуючим трендом обмінного курсу валюти є ослаблення проти твердих валют, яке має від'ємну кореляцію найбільше з потоками коштів фізичних осіб, хоча те саме стосується портфелів кредитів та коштів юридичних осіб. Зрозуміло, якщо зростає курс долара США (особливо різко), портфель кредитів зменшується. У потоках найбільша кореляція спостерігається між приростом монетарних агрегатів і портфелів кредитів та коштів у горизонті року, причому як гривневих, так і валютних. Дуже слабкою є від'ємна кореляція між обліковою ставкою й портфелями кредитів та коштів і юридичних, і фізичних осіб. Говорити про таргетування інфляції як драйвер трансмісійного механізму, котрий стимулює кредитування реального сектору, на основі проведених розрахунків не можна.

На підставі викладеного доходимо таких висновків.

Кореляційний аналіз динаміки приросту монетарних грошових агрегатів засвідчує безпосередній вплив НБУ у вигляді збільшення монетизації банків за рахунок залучень коштів від фізичних і юридичних осіб, а також при кредитуванні банками економіки. Проте значна частка іноземної валюти в обігу, майже половина, зменшує вплив регулятора на процеси монетизації.

На зміну обмінного курсу валюти найшвидше реагує бізнес своїми залишками на рахунках у банках. Зрозуміло, строкові вклади населення та кредити в короткостроковому горизонті корелюють зі зміною обмінного курсу набагато слабше. Тільки в горизонті 12-місячного тренду від'ємна кореляція між зміною валютного курсу й динамікою приросту кредитних і депозитних портфелів посилюється. Варто взяти до уваги, що валютна складова портфеля фізичних осіб підпадає під регуляторні обмеження НБУ, адже банкам заборонено кредитувати клієнтів, які не мають постійного валютного доходу.

Кореляційний аналіз вказує на слабкий зв'язок між зміною облікової ставки НБУ та динамікою портфелів кредитів домогосподарств і суб'єктів господарювання в національній та іноземній валюті. Це стосується як зміни в абсолютному вимірі проти динаміки портфелів, так і впливу зміни облікової ставки на генерацію фінансових потоків між банками й реальним сектором економіки в трендах 1-, 3-, 12-місячного горизонту. Згідно з класичною монетарною теорією, зменшення облікової ставки приводить до збільшення доступу банків до дешевих ресурсів центрального банку, котрі є базою для зниження вартості кредитів реальному сектору. Наведена статистика свідчить, що в умовах України цей механізм так не працює. Фінансова криза 2008–2009 рр. спричинила появу великої кількості “зомбі”-позичальників та, як наслідок, явище “зомбі”-банків, котрих у той період налічувалося до

чотирьох десятиріч. Повторна фінансова криза 2014–2016 рр., яка супроводжувалася втратою Криму і Сходу Донбасу, породила нову хвилю “зомбі”-позичальників та завдала повторного удару банківській системі. Реформа банківського сектору, котру за європейськими зразками проводив регулятор, зводилася переважно до посилення вимог щодо наповнення резервів живими грошима проти негативно класифікованих активів (NPL), які зростали лавиноподібно. “Очищення” банківської системи від майже ста вітчизняних юридичних осіб спричинило низку негативних наслідків.

По-перше, відбулася монополізація банківської системи в руках держави, котра не була готова до оптимального управління таким господарством. Державні банки й далі кредитували неефективні підприємства державної форми власності, маючи значні обсяги NPL на своїх балансах із попередніх періодів. По-друге, вивівши з ринку чимало порівняно невеликих банків, держава втратила один з основних драйверів ринкового перетворення. Такі банки, добре розуміючи потреби малого й мікробізнесу, пропонували спеціальні програми, не цікаві іноземним чи державним банкам. Суми кредитів замалі, а процедури прийняття рішення як для великих кредитних програм, так і для мікрокредитів майже не відрізняються. По-третє, вимоги регулятора зі стрес-тестування та формування резервів зробили кредитування економіки не вигідним. Банки збільшили купівлю цінних паперів, емітентами котрих є Уряд і НБУ (кореляційний аналіз вказаної складової портфелів не є предметом розгляду цієї статті). Найгіршим є те, що банки поступово зменшили підрозділи, котрі працювали з кредитними потребами реального сектору. Майже весь 2020 р. працюють урядові програми пільгового кредитування економіки, які за обсягом не перевищують 2 % діючого кредитного портфеля та не справляють істотного впливу на реальний сектор економіки.

Збільшення ВВП слабо корелює з темпами зростання кредитних портфелів. Відомі макроекономісти попереджають про примноження “зомбі”-позичальників після завершення кризи, спричиненої пандемією COVID-19. Зокрема, на думку Дж. Стігліца, механізм інфляційного таргетування погано працює, особливо в країнах, котрі мають торговельний дефіцит [16]. У посткризовий період на перший план вийдуть проблеми скорочення бюджетного дефіциту для всіх країн, але найгостріше ця проблема стоятиме перед країнами з відкритою економікою й слабкою національною валютою. Так, на думку В. Папави, центральним банкам країн, що залежать від імпорту, доведеться відмовитися від режиму інфляційного таргетування [17]. Ці країни муситимуть зосередитися на підтримці антикризовими методами компаній, які перебуватимуть на межі припинення господарської діяльності. Одним із політико-економічних викликів у посткризовий період стане необхідність зміни законодавства про банкрутство з метою звільнення економіки й бюджетних витрат від підтримки “зомбі”-фірм і банків.

Незважаючи на глибоку економічну кризу, Україна пережила 2020 р. без посилення її в банківському секторі. Спостерігається асиметрія впливу інструментів регулятора на реакцію суб’єктів економічного процесу. Хоча

кредитний портфель суб'єктів господарювання у 2020 р. зменшився в національній та іноземній валюті разом із ВВП, збільшилися кредитування домогосподарств, а також залишки обсягів коштів як юридичних, так і фізичних осіб, що вказує на наявність довіри до стану банківської системи. Серед інструментів регулятора найістотніший вплив на трансмісійний механізм має динаміка зміни грошової бази, потужніший, ніж облікової ставки, до котрої багато років прикута увага переважної частини аналітиків. Нацбанк відсторонився від прогнозування поведінки обмінного курсу, хоча на практиці обмінний курс національної валюти є основним індикатором якості державної грошово-кредитної політики.

Список використаних джерел

1. У МВФ назвали світові збитки від кризи через COVID-19 / УНІАН. 2020. 14 жовт. URL: <https://www.unian.ua/economics/finance/ekonomichna-kriza-v-mvf-nazvali-svitovi-zbitki-vid-krizi-cherez-covid-19-novini-ukrajina-11181347.html>.
2. Єфименко Т. І. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки / ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2016. 444 с.
3. Харазішвілі Ю. М. Системна безпека сталого розвитку: інструментарій оцінки, резерви та стратегічні сценарії реалізації: монографія / НАН України, Ін-т економіки пром-сті. Київ, 2019. 304 с.
4. Фінансова глобалізація і євроінтеграція: монографія / за ред. О. Г. Білоруса, Т. І. Єфименко; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2015. 491 с.
5. Системна криза банківського сектору України і стратегія її подолання: монографія / за ред. С. М. Аржевітіна, Т. Є. Унковської. Київ: КНЕУ, 2017. 182 с.
6. Данилишин Б. М. Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*. 2020. № 2. С. 7–24. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.02.007>.
7. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції: у 2 т. Т. 2 / за ред. О. В. Шапака, Т. І. Єфименко; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2014. 784 с.
8. Бортніков Г. П., Любич О. О. Кредитне фінансування стартапів як складова державних програм стимулювання економічного зростання. *Фінанси України*. 2018. № 11. С. 54–75. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.11.054>.
9. Дробязко А. О., Беспалий С. Б. Роль банків з участю держави в капіталі у розвитку реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2018. № 11. С. 76–105.
10. Дробязко А. О., Любич О. О. Посилення ролі банків з участю держави в капіталі у забезпеченні розвитку реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2019. № 2. С. 43–57. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.02.043>.
11. Lyubich O. O., Bortnikov G. P., Drobyazko A. O. Comparative analysis of state-owned banks' role in the economy of Eastern Europe countries and Ukraine. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*. 2020. Vol. 1, No 32. P. 57–64. URL: <https://doi.org/10.18371/fcaptr.vli32.200286>.
12. GDP (current US\$) – Ukraine / World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=ua>.
13. Дослідження тіньової економіки в Україні: майже чверть ВВП – або 846 млрд гривень – перебуває в тіні / Національний банк України. 2020. 17 лют. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/doslidjennya-tinovoyi-ekonomiki-v-ukrayini--mayje-chvert-vvp--abo-846-mlrd-griven--perebuvaye-v-tini>.
14. Основні засади грошово-кредитної політики на 2021 рік та середньострокову перспективу: схвалено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2020 № 41-рр. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2021-rik-ta-serednostrokovu-perspektivu>.
15. Microsoft Excel / Microsoft. URL: <https://www.microsoft.com/en-us/microsoft-365/excel>.
16. Stiglitz J. E., Jayadev A., Prabhala A. Patents vs the Pandemic. *Project Syndicate*. 2020. April 23. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-drugs-and-vaccine-demand-patent-reform-by-joseph-e-stiglitz-et-al-2020-04?barrier=accesspaylog>.

17. Papava V. Global Financial and Economic Crises. *Bulletin of the Georgian National Academy of Sciences*. 2020. Vol. 14 (3). P. 128–134. URL: https://www.researchgate.net/publication/344341011_Features_of_the_Economic_Crisis_Under_the_COVID-19_Pandemic_and_the_Threat_of_the_Zombie-ing_of_the_Economy.

References

1. UNIAN. (2020, October 14). *The IMF called the global losses from the crisis through COVID-19*. Retrieved from <https://www.unian.ua/economics/finance/ekonomichna-kriza-v-mvf-nazvali-svitovi-zbitki-vid-krizi-cherez-covid-19-novini-ukrajina-11181347.html> [in Ukrainian].
2. Iefymenko, T. (2016). *Fiscal and Monetary Security of National Economy*. Kyiv: SESE “The Academy of Financial Management” [in Ukrainian].
3. Kharazishvili, Yu. M. (2019). *System security of sustainable development: assessment tools, reserves and strategic implementation scenarios*. Kyiv: NAS of Ukraine, Institute of Industrial Economics [in Ukrainian].
4. Bilorus, O. H., & Iefymenko, T. I. (Eds.). (2015). *Financial globalization and European integration*. Kyiv: SESE “The Academy of Financial Management” [in Ukrainian].
5. Arzhevitin, S. M., & Unkovska, T. Ie. (Eds.). (2017). *The systemic crisis of the banking sector of Ukraine and the strategy to overcome it*. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].
6. Danylyshyn, B. (2020). Prospects for improving the monetary policy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2, 7–24. DOI: 10.33763/finukr2020.02.007 [in Ukrainian].
7. Shlapak, O. V., & Iefymenko, T. I. (Eds.). (2014). *Modernization of the financial system of Ukraine in the process of European integration* (in 2 Vols), 2. Kyiv: SESE “The Academy of Financial Management” [in Ukrainian].
8. Bortnikov, G., & Lyubich, O. (2018). Startup credit financing as a component of state programs to stimulate economic growth. *Finance of Ukraine*, 11, 54–75. DOI: 10.33763/finukr2018.11.054 [in Ukrainian].
9. Drobiazko, A., & Bespalyi, S. (2018). The role of banks with state capital in the development of the real sector of economy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 11, 76–105 [in Ukrainian].
10. Drobiazko, A., & Lyubich, O. (2019). Strengthening the role of banks with state participation in capital in the development of Ukraine’s real economy sector. *Finance of Ukraine*, 2, 43–57. DOI: 10.33763/finukr2019.02.043 [in Ukrainian].
11. Lyubich, O. O., Bortnikov, G. P., & Drobyazko, A. O. (2020). Comparative analysis of state-owned banks’ role in the economy of Eastern Europe countries and Ukraine. *Financial and credit activity: problems of theory and practice*, 1 (32), 57–64. DOI: 10.18371/fcapter.v1i32.200286.
12. World Bank. (n. d.). *GDP (current US\$) - Ukraine*. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=ua>.
13. National Bank of Ukraine. (2020, February 17). *Study of the shadow economy in Ukraine: almost a quarter of GDP - or 846 billion hryvnia - is in the shadows*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/doslidjennya-tinovoyi-ekonomiki-v-ukrayini-mayje-chvert-vvp--abo-846-mlrd-griven-perebuyaye-v-tini>.
14. Board of the National Bank of Ukraine. (2020). *Basic principles of monetary policy for 2021 and medium-term perspective* (Decision No. 41-rd, September 10). Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/osnovni-zasadi-groshovo-kreditnoyi-politiki-na-2021-rik-taserednostrokovu-perspektivu> [in Ukrainian].
15. Microsoft. (n. d.). *Microsoft Excel*. Retrieved from <https://www.microsoft.com/en-us/microsoft-365/excel>.
16. Stiglitz, J. E., Jayadev, A., & Prabhala, A. (2020, April 23). Patents vs the Pandemic. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-drugs-and-vaccine-demand-patent-reform-by-joseph-e-stiglitz-et-al-2020-04?barrier=accesspaylog>.
17. Papava, V. (2020). Global Financial and Economic Crises. *Bulletin of the Georgian National Academy of Sciences*, 14 (3), 128–134. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/344341011_Features_of_the_Economic_Crisis_Under_the_COVID-19_Pandemic_and_the_Threat_of_the_Zombie-ing_of_the_Economy.