

УДК 330.3:336.7

DOI: 10.31732/2663-2209-2024-76-52-64

ВПЛИВ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА КРЕДИТНІ ТА ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЦЕСИ В УКРАЇНІ

Олександр Сімаков

Аспірант, ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», м. Київ, вул. Табірна, 30-32, Україна, e-mail: simakovoo@krok.edu.ua, ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-7618-327X>

EFFECT OF A MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM ON CREDIT AND INVESTMENT PROCESSES IN UKRAINE

Oleksandr Simakov

Postgraduate student, KROK University, Kyiv, 30-32 Tabirna st., 03113, Ukraine, e-mail: simakovoo@krok.edu.ua, ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-7618-327X>

Анотація. У статті досліджено вплив основних показників монетарної сфери на капітальні інвестиції. Значна увага приділена аналізу аналітичних консолідованих балансів центрального та комерційних банків України. На основі складених балансів зроблено огляд грошової сфери та проаналізовано чинники впливу на широкі гроші. Продемонстровано відсутність тенденції до зниження відсоткових ставок за кредитами, незважаючи на зменшення інфляції та збільшення грошової маси. Встановлено, що кардинальне збільшення коефіцієнту ставки резервування чинить негативний ефект на показник мультиплікації грошей. Показано вплив змін у структурі кредитування та депозитів на стан та довіру до банківської системи країни. В статті відображена зміна співвідношення активів депозитарних корпорацій в бік зовнішнього сектору. Розкрито, що іноземні активи центрального банку стали визначальними в ієрархії чинників впливу на широкі гроші. Показано збільшення фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок монетарної складової. Проаналізовано рівень монетизації національної економіки і вказано на відставання динаміки широких грошей від динаміки ВВП. В результаті розроблено рекомендації з стимулювання інвестиційних процесів через активацію механізму монетарної трансмісії. Автором рекомендовано в період масштабного відновлення переорієнтування монетарної стратегії ЦБ з підтримки виключно курсу національної валюти і таргетування інфляції на кредитування реального сектору шляхом стимулювання банків до зниження кредитних ставок. Для цього наголошується на необхідності зниження облікової ставки та відсотків за депозитними сертифікатами із формуванням частини обов'язкових резервів у сертифікатах та кредитах на капітальні інвестиції. Розглянуто можливості подальших досліджень даної тематики в напрямку вивчення впливу змін відсоткових ставок на інвестиційні рішення економічних суб'єктів, а також створення неурядової некомерційної дорадчої організації із проведення об'єктивних знань з економічних досліджень.

Ключові слова: трансмісійний механізм, капітальні інвестиції, монетарна політика, аналітичний консолідований баланс центрального та комерційних банків, огляд грошової сфери, структура банківського кредитування, структура грошової пропозиції, широкі гроші..

Формули: 0, рис.: 4, табл.: 6, бібл.: 17

Abstract. The article examines the impact of the main indicators of the monetary sphere on capital investments. Considerable attention is paid to the analysis of analytical consolidated balance sheets of the central and commercial banks of Ukraine. Based on the compiled balance sheets, an overview of the monetary sphere is made and factors of influence on broad money are analyzed. The absence of a tendency to reduce interest rates on loans is demonstrated, despite the decrease in inflation and the increase in the money supply. It is inferred that a cardinal increase in the reserve ratio has a negative effect on the money multiplication indicator. The impact of changes in the structure of lending and deposits on the state and confidence in the country's banking system is shown. The article reflects the change in the ratio of depository corporations' assets towards the external sector. It is revealed that foreign assets of the central bank have become decisive in the hierarchy of factors of influence on broad money. The increase in financing of the state budget deficit at the expense of the monetary component is shown. The level of monetization of the national economy is analyzed and the lag of the dynamics of broad money from the dynamics of GDP is indicated. As a result, recommendations were developed to stimulate investment processes through the activation of the monetary transmission mechanism. The author recommended during the period of reconstruction reorienting the Central Bank's monetary strategy from exclusively supporting inflation targeting and supporting of financial system stability to lending to the real sector by encouraging banks to lower lending rates. To this end, the need to reduce the discount rate and interest on certificates of deposit with the formation of part of the required reserves in certificates and loans for capital investments is emphasized. The possibilities of further research on this topic are considered in the direction of studying the impact of changes in interest rates on the investment decisions of economic entities, as well as the creation of a non-governmental, non-profit advisory organization to conduct objective knowledge on economic research.

Keywords: *transmission mechanism, capital investment, monetary policy, analytical consolidated balance sheet of central and commercial banks, overview of the monetary sphere, structure of bank lending, structure of money supply, broad money.*

Formulas: 0, fig.: 4, tabl.: 6, bibl.: 17

Постановка проблеми. Економіка України тривалий час знаходиться під впливом кризових явищ, в першу чергу політичних і економічних, які на сьогоднішній день обумовлені повномасштабною війною, і у найближчі десятиліття вирішуватиме завдання масштабної відбудови. Це зумовлює потребу розробки й упровадження державних заходів впливу на цей процес. Одним з основних державних заходів впливу є інструменти макроекономічного регулювання, до яких відносимо трансмісійний механізм монетарної політики. Даний механізм передає вплив монетарних змін на основні макроекономічні показники. Крім того, він впливає загалом на економіку та економічне зростання.

Одним з факторів економічного зростання є залучення інвестицій та ефективне їх використання. Залучення інвестицій є основним завданням для відбудови країни після війни, а інвестиційна діяльність виступає одним із ключових чинників економічного зростання. В період з 2018 по 2023 роки спостерігається коливання та відсутність зростання капітальних інвестицій за всіма видами економічної діяльності. Тому надзвичайно актуальним є дослідження проблем підвищення ефективності дії інструментів монетарної політики на реальний сектор економіки, а особливо на залучення інвестицій в період масштабної повоєнної відбудови.

Аналіз останніх досліджень та публікацій.

Поняття та концепція трансмісійного механізму вперше були представлені англійським економістом Дж. М. Кейнсом, який показав, як зміна обсягу інвестицій в економіку залежить від коригування процентної ставки (Keynes, 1936). Згодом такі економісти, як М. Фрідман, Ф. Модільяні, Дж. Тобін та інші, розвинули й

доповнили це дослідження, розширюючи його напрями (Федірко, 2012).

У сучасних умовах цей напрям активно досліджується центральними банками різних країн світу, а також міжнародними фінансовими організаціями за участю, наприклад, таких науковців як Д. Клементі, М. Кінг та Е. Джордж (George, King, & Clementi, 2024). Проблемі трансмісійного механізму монетарної політики в Україні присвячені праці таких учених, як Б. Адамик, С. Аржевітін, О. Дзюблюк, В. Козюк, Р. Лисенко, В. Міщенко, А. Сомик, Т. Унковська, І. Радіонова (Міщенко, 2017; Мороз, 2005; Оголь, 2016; Радіонова, 2015). У своїх працях вони дають визначення трансмісійного механізму, розглядають його цілі, функції, інструменти, визначають показники для оцінки та підвищення його ефективності. Б. Адамик зазначає, що використання спеціальних державних програм фінансування має позитивний вплив на виправлення збоїв у функціонуванні монетарного трансмісійного механізму. В. С. Аржевітін та А. Сомик звертає увагу на те, що трансмісійний механізм в країнах, що розвиваються, має особливості, які значно знижують вплив монетарних імпульсів, а кількість передавальних каналів є меншою, ніж в розвинених країнах. В. Міщенко та Р. Лисенко в структурі передавального монетарного механізму особливо виділяють канал очікувань економічних суб'єктів і зазначають, що наявність негативних очікувань є причиною порушення в його роботі.

Формулювання цілей статті. Метою статті є формулювання рекомендацій щодо удосконалення та підвищення ефективності впливу центрального банку на реальний сектор економіки.

Завданнями статті є формування аналітичних консолідованих балансів центрального та комерційних банків, зведення цих двох балансів у єдиний огляд

грошової сфери, виявлення та аналіз чинників впливу на широкі гроші та аналіз меморандуму грошової сфери.

Для написання статті та проведення досліджень були використані наступні методи: аналізу та синтезу – для складання балансів та огляду грошової сфери, порівняння – для зіставлення чинників впливу на широкі гроші та аналітичних коефіцієнтів грошової сфери, графічний – для відображення динаміки основних показників монетарної сфери.

Виклад основного матеріалу дослідження. Монетарна політика є одним із важелів забезпечення реалізації інвестиційного процесу. Слід зазначити, що на сьогоднішній день фінансування

інвестиційних процесів реального сектору в Україні вкрай обмежене (рис. 1). Більш того, питома вага кредитів у структурі фінансування капітальних інвестицій знаходиться на рівні не більше 10%. Економіка України не зможе розвиватись лише за рахунок власних джерел інвесторів та без ефективної дії кредитних важелів. Тому необхідно звернутись до інструментів макроекономічного аналізу і монетарного програмування (Радіонова, 2015). Це дозволить проаналізувати макроекономічні пропорції монетарної сфери, визначити чинники, які впливають на них та сформулювати рекомендації щодо вдосконалення грошової політики.

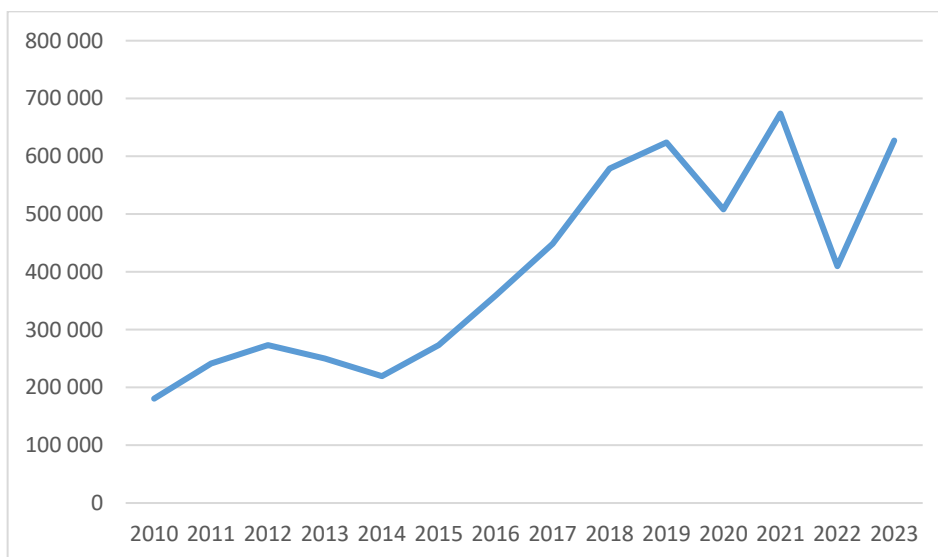


Рис. 1. Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності за 2010-2023 роки, млн грн

Джерело: сформовано на основі [4]

Відповідно до інформації з рахунків Міжнародного валютного фонду, за період з 2014 по 2023 рік Україна збільшила свою частку спеціальних прав запозичення (СПЗ) в МВФ та запасів монетарного золота (рис. 2). Позитивним можна вважати збільшення

запасів золота, враховуючи збільшення його вартості в останні 5 років (рис. 3). При цьому виплати по кредитах МВФ були рівномірно розподілені за виключенням значної суми виплати у 2015 році.



Рис. 2. Рахунки МВФ аналітичного балансу ЦБ, млн грн.

Джерело: сформовано на основі [11]

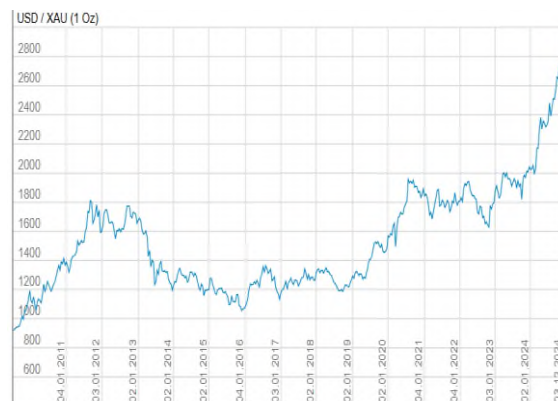


Рис. 3. Значення курсу USD – Золото

Джерело: сформовано на основі [7]

Щодо інших статей аналітичного балансу центрального банку, то варто виділити кардинальне збільшення (у 26 разів) чистих іноземних активів ЦБ з 2014 по 2023 рік, переважно за рахунок депозитів та боргових цінних паперів, що свідчить про значне збільшення залежності монетарного сектору від зовнішнього фінансування. При цьому чистий внутрішній кредит урядові, банкам та приватному сектору лишається майже не змінним: 443 086 млн грн. проти 630 087 млн грн (Національний банк України [НБУ], 2024). Враховуючи девальвацію національної валюти за цей період таку динаміку чистого внутрішнього кредитування можна вважати взагалі від'ємною, бо частина засобів для модернізації виробничих потужностей чи нематеріальних активів купується за

кордоном за валюту. Це говорить про те, що поточна монетарна стратегія ЦБ спрямована на підтримання курсу національної валюти і таргетування інфляції, а не на кредитування реального сектору.

З рис. 4 видно, що в Україні рівень процентних ставок по кредитах не корелює з динамікою грошової маси та з темпами інфляції. Відсутність тенденції до зниження відсоткових ставок за кредитами незважаючи на зменшення інфляції чи на збільшення грошової маси говорить про значні ризики діяльності банківського сектору та потребує політики у напрямі стимулювання банків до зниження кредитних ставок та розвитку компенсаційних механізмів для розвитку інвестиційного процесу.

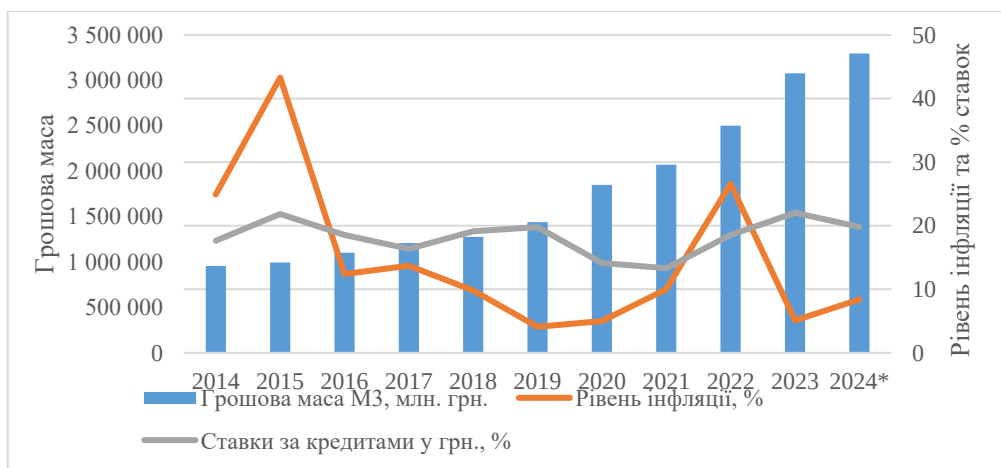


Рис. 4. Темпи інфляції, МЗ та ставки за кредитами

Джерело: сформовано на основі [3,12]

Ставка кредитування має бути меншою, ніж рентабельність діяльності, тоді підприємство, яке кредитується, матиме можливість погашати кредит. Під час та після припинення активних бойових дій, потреба в інвестуванні досить значна: для переміщення бізнесу у більш безпечні регіони, для впровадження енергозабезпечення та енергозбереження, для заміщення імпорту, який став дорожчим, для інвестування ВПК, для відновлення бізнесу, що постраждав внаслідок збройної агресії.

Крім того, варто звернути увагу на індекс цін промислової продукції, який відповідно до даних Держстату за період з 2014 по 2024 був завжди (крім 2019 року) значно нижчим за індекс споживчих цін (ІСЦ). За період з початку 2024 року ІСЦ нижчий за індекс цін виробників втричі. Це додатково зменшує виробничі можливості промислових виробників, адже вартість факторів виробництва збільшується від

року в рік швидше, ніж зростають ціни на споживчі товари. Це ще один із індикаторів, що фокусування виключно на ІСЦ має негативний вплив на розвиток реального сектору.

Як бачимо на табл. 1, монетарна політика НБУ спрямована виключно на утримання інфляції, як це і зафіксовано у діючому законодавстві. Другим пріоритетом монетарної політики є питання стабільності банківської системи. І лише на третьому етапі НБУ опікується реальним сектором, якщо це не суперечить першим двом цілям. Саме це і можна побачити через показник перевищення рівня облікової ставки над сумою інфляції та росту ВВП в 2019 році. Тому в Україні домінує жорстка монетарна політика. Для зміни цієї тенденції у бік стимулювання реального сектору у повоєнний час в період масштабного відновлення необхідні законодавчі та організаційні зміни.

Таблиця 1

Облікова ставка, інфляція та динаміка ВВП

Рік	Облікова ставка, %	Інфляція, %	Динаміка ВВП, %	Перевищення рівня облікової ставки суми інфляції та росту ВВП, %
2014	11	24,9	8	22
2015	26	43,3	25	43
2016	18	12,4	20	14
2017	13	13,7	25	26
2018	17	9,8	19	12
2019	17	4,1	12	-1
2020	8	5	6	3
2021	7	10	29	32
2022	18	26,6	-4	4
2023	23	5,1	25	7

Джерело: сформовано автором

В таблиці 2 наведено структуру аналітичного консолідованого балансу ЦБ, яка була складена на основі рахунків України в МВФ (рис. 1), монетарної статистики НБУ та яка буде надалі поєднана із структурою аналітичного консолідованого балансу КБ (табл. 3) для створення єдиної таблиці огляду грошової сфери (табл. 4).

Як видно з таблиці 2, сума чистих іноземних та внутрішніх активів

балансується із показником «резервні гроші» статтею «2.2. Інші чисті статті», що вказує на дотримання принципу нульового сальдо балансу і робить доцільним подальше складання огляду грошової сфери. З 2014 по 2022 відбулося збільшення готівки в обігу в 2,3 рази, хоча ВВП збільшився в 3,3 рази. Іншими словами, коефіцієнт готівки до ВВП становив 19,2%, а в 2022 – 13,6%. Це позитивна динаміка, але в цілому значення коефіцієнта набагато

нижче за нормативний показник у 4%. Україна продовжує лишатись країною з одним з найвищих показників готівки в Європі, що свідчить і про певну недовіру до банківської системи, і про значний рівень тіньової економіки. Науковці зазначають, що саме значний тіньовий сектор

обмежує можливості держави щодо проведення ефективної інвестиційної політики, негативно впливає на політичний імідж країни, заважає розвитку легальної економіки та її ринковому реформуванню (Токар, & Ткаленко, 2019).

Таблиця 2

Структура балансу ЦБ на кінець періоду, млн грн

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Чисті іноземні активи (1.1 – 1.2)	54 716	114724	181 436	240 473	357 056	449 795	638 417	705 788	909 824	1 458 434
1.1. Активи	120 406	426838	540 573	529 975	577 825	623 809	835 214	865 370	1 051 373	1 544 543
1.1.1. Монетарне золото та СПЗ	14 426	19789	97 873	89 188	27 850	28 457	42 141	39 308	114 190	97 870
1.1.2. Інші іноземні активи (цінні папери)	105 980	407049	442 700	440 787	549 975	595 352	793 073	826 062	937 183	1 446 673
1.2. Пасиви	65 691	312114	359 137	289 501	220 769	174 014	196 796	159 581	141 549	86 109
1.2.1. Кредити	0	31283	0	2 807	2 769	2 369	2 827	2 728	0	0
1.2.2. Інші іноземні пасиви (переказні депозити)	65 691	280831	359 137	286 694	218 000	171 645	193 969	156 853	141 549	86 109
2. Чисті внутрішні активи	441 907	475874	467 011	436 849	346 962	332 271	343 334	378 794	754 695	604 378
2.1. Чистий внутрішній кредит (2.1.1 + 2.1.2 + 2.1.3)	443 086	471808	432 587	393 294	380 966	362 832	372 097	406 227	781 661	630 087
2.1.1. Чистий кредит урядові (2.1.1.1. - 2.1.1.2.)	323 714	362742	354 983	322 484	318 807	309 372	266 528	270 334	704 451	589 493
2.1.1.1. Кредит урядові	338 111	413643	403 162	378 491	366 310	348 158	337 052	325 345	758 329	729 045
2.1.1.2. Депозити від уряду	14 397	50902	48 179	56 008	47 504	38 786	70 524	55 010	53 878	139 552
2.1.2. Кредит банкам	113 773	106443	75 301	69 548	61 817	52 131	104 416	135 524	76 823	40 181
2.1.3. Кредит державним підприємствам	5 598	2623	2 302	1 262	343	1 329	1 152	368	387	413
2.2. Інші чисті статті	1 178	-4066	-34 425	-43 554	34 004	30 561	28 763	27 433	26 966	25 708
Резервні гроші (1+2)	496 623	590598	648 447	677 322	704 018	782 066	981 751	1 084 582	1 664 519	2 062 812
Готівка в обігу	304 811	308237	341 059	361 544	400 119	425 041	558 480	627 605	715 115	764 383
Резерви КБ	28 383	27763	40 516	37 513	35 679	52 450	37 506	34 894	77 422	212 557
Зобов'язання перед ін. депозитними корпораціями	163 429	254 598	266 872	278 265	268 220	304 575	385 765	422 083	871 982	1 085 872

Джерело: сформовано на основі [11, 14]

Відповідно до таблиці 2, сума чистих іноземних активів, резервів та чистого внутрішнього кредиту балансується із депозитами статтею «2.2. Інші чисті статті», що вказує на дотримання принципу нульового сальдо балансу і робить доцільним подальше складання огляду грошової сфери. В структурі аналітичного консолідованого балансу КБ варто відзначити майже 13-ти кратне збільшення резервів. Коефіцієнт ставки резервування

зріс з 7% у 2014-му до 33% у 2023-му. Хоча обов'язкова норма резервування також збільшувалась, така динаміка є вкрай негативною для ефекту мультиплікації грошей і безпосередньо для фінансування розвитку реального сектора (Aloui, 2021; Nakamura, & Steinsson, 2018), що корелює із попереднім висновком про стратегію ЦБ на підтримання курсу національної валюти і таргетування інфляції.

Таблиця 3

Структура консолідованого балансу КБ, млн.грн.

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Чисті іноземні активи (1.1 – 1.2)	-106 752	-68 951	-52 190	-11 253	-3 737	96 332	151 127	149 272	344 723	469 977
1.1. Активи (переказні депозити)	128 614	181 310	178 102	165 029	159 397	213 693	262 095	253 857	426 689	549 813
1.2. Пасиви	235 366	250 261	230 292	176 282	163 134	117 361	110 968	104 585	81 966	79 836
2. Резерви (2.1 + 2.2.)	69 042	142 426	136 185	133 685	134 259	269 017	254 755	315 918	594 148	885 316
2.1. Готівка в сейфах	21 864	25 565	26 667	28 998	36 490	40 675	42 395	46 594	49 042	48 217
2.2. Депозити в ЦБ + інші депозити	47 178	116 861	109 517	104 687	97 769	228 341	212 361	269 324	545 106	837 099
3. Чистий внутрішній кредит (чистий уряду + неуряду)	1 183 390	1 141 042	1 318 902	1 425 810	1 483 157	1 338 296	1 560 622	1 656 197	1 509 950	1 659 455
3.1. Чистий кредит урядові (3.1.1 – 3.1.2)	115 130	100 867	298 184	392 715	392 415	350 124	596 824	613 059	505 764	665 507
3.1.1. Кредит урядові	121 542	109 516	305 888	418 496	418 293	374 438	615 872	632 280	570 834	755 718
3.1.2. Депозити від уряду	6 412	8 649	7 704	25 781	25 879	24 314	19 047	19 221	65 070	90 211
3.2. Кредит неурядовому сектору	1 068 260	1 040 175	1 020 718	1 033 095	1 090 742	988 172	963 798	1 043 138	1 004 186	993 948
3.2.1. Кредит приватному сектору	984 000	954 377	935 013	942 799	999 435	920 216	891 653	974 003	931 262	927 333
3.2.2. Кредит державним підприємствам	84 260	85 798	85 705	90 296	91 307	67 956	72 145	69 135	72 924	66 615
4. Інші чисті статті	146 736	272 308	411 093	448 757	490 473	411 962	327 142	249 018	314 036	304 798
Депозити (= 1+2+3+4)	998 945	942 208	991 804	1 099 486	1 123 206	1 291 683	1 639 363	1 872 369	2 134 786	2 709 950
до запитання	239 166	290 944	346 363	425 142	456 976	593 750	821 349	1 018 009	1 345 755	1 645 025
строкові	432 164	419 782	441 271	450 788	452 969	456 992	509 866	470 438	488 328	714 661
в іноземній валюті	206	635	565	323	395	622	1 867	1 077	2 241	2 357
інші забор'язання	327 409	230 847	203 605	223 233	212 866	240 319	306 281	382 846	298 462	347 906

Джерело: сформовано на основі [11, 14]

Також варто звернути увагу на частки окремих елементів банківських депозитів у часі. Бачимо майже трикратне збільшення депозитів до запитання та суттєве зменшення строкових депозитів. Це свідчить про погіршення стану банківської системи країни та про падіння довіри до неї вкладників. Для подолання цієї тенденції необхідно підвищувати ставки за депозитами населення так, щоб вони стали на певний час вище за ключову ставку. Таким чином, можна буде перерозподілити надприбутки банківського сектору у бік вкладників, а це, в свою чергу, зможе переорієнтувати поведінкові стратегії

населення зі споживання (яке в Україні значно спирається на імпорт) на накопичення.

При аналізі таблиці огляду грошової сфери (табл. 4) варто виділити трикратне збільшення державних боргів з 459 653 млн грн. до 1 484 763 млн грн (НБУ, 2024). Це може призвести до проблем із балансуванням бюджету. Найважливішим в структурі огляду грошової сфери є аналіз основної макроекономічної пропорції грошової сфери – балансування сукупних пасивів депозитарних корпорацій з їх сукупними активами.

Таблиця 4

Індикатори грошової сфери, млн. грн.

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Чисті іноземні активи (ЦБ + комерційних)	-52 036	45 773	129 246	229 221	353 319	546 127	789 545	855 060	1 254 547	1 928 411
1.1. Центрального банку (Активи - Пасиви)	54 716	114 724	181 436	240 473	357 056	449 795	638 417	705 788	909 824	1 458 434
1.1.1. Активи	120 406	426 838	540 573	529 975	577 825	623 809	835 214	865 370	1 051 373	1 544 543
1.1.2. Пасиви	65 691	312 114	359 137	289 501	220 769	174 014	196 796	159 581	141 549	86 109
1.2. Комерційних банків (Активи - Пасиви)	-106 752	-68 951	-52 190	-11 253	-3 737	96 332	151 127	149 272	344 723	469 977
1.2.1. Активи	128 614	181 310	178 102	165 029	159 397	213 693	262 095	253 857	426 689	549 813
1.2.2. Пасиви	235 366	250 261	230 292	176 282	163 134	117 361	110 968	104 585	81 966	79 836
2. Чисті внутрішні активи (чистий внутрішній + інші)	1525740	1 461 469	1 484 338	1 518 590	1 437 415	1 486 946	1 789 175	2 055 297	2 495 715	2 796 134
2.1. Чистий внутрішній кредит (чистий уряду + неурядовому)	1626476	1 612 850	1 751 489	1 819 105	1 864 123	1 701 128	1 932 719	2 062 424	2 916 111	2 289 542
2.1.1. Чистий кредит урядові (кредит - депозит)	438 845	463 609	653 167	715 199	711 221	659 497	863 352	883 394	1 210 215	1 255 000

2.1.1.1. Кредит урядові	459 653	523 160	709 050	796 987	784 603	722 597	952 924	957 625	1 329 162	1 484 763
2.1.1.2. Депозити від уряду	20 808	59 551	55 883	81 788	73 382	63 100	89 571	74 231	118 948	229 763
2.1.2. Кредити неурядовому сектору	1 187 631	1 149 242	1 098 322	1 103 906	1 152 902	1 041 632	1 069 367	1 179 030	1 081 396	1 345 42
2.1.2.1. Кредити приватному сектору	984 000	954 377	935 013	942 799	999 435	920 216	891 653	974 003	931 262	927 333
2.1.2.2. Кредит держ підприємства м	89 858	88 421	88 007	91 558	91 650	69 285	73 297	69 503	73 311	67 028
2.1.2.3. Кредит банкам	113 773	106 443	75 301	69 548	61 817	52 131	104 416	135 524	76 823	40 181
2.2. Інші чисті статті	100 736	151 382	267 151	300 515	426 708	214 182	143 544	7 126	-204 104	-506 592
Широкі гроші (гроші + квазі = 1 + 2)	1473704	1 507 241	1 613 583	1 747 810	1 790 733	2 033 073	2 578 720	2 910 357	3 750 262	4 724 545
1. Гроші	713 925	855 977	968 143	1 073 466	1 124 503	1 335 141	1 760 706	2 055 997	2 961 232	3 659 620
1.1. Готівка поза банками	474 759	565 033	621 780	648 324	667 527	741 390	939 356	1 037 988	1 615 476	2 014 595
1.2. Депозити до запитання (КБ)	239 166	290 944	346 363	425 142	456 976	593 750	821 349	1 018 009	1345755	1 645 025
2. Квазігроші (КБ)	759 779	651 264	645 441	674 344	666 230	697 932	818 014	854 361	789 030	1 064 924
2.1. Депозити строкові	432 164	419 782	441 271	450 788	452 969	456 992	509 866	470 438	488 328	714 661
2.2. Депозити в іноземній валюті та ін	327 615	231 482	204 170	223 556	213 261	240 941	308 148	383 923	300 703	350 263

* різниця між готівкою в обігу (з балансу ЦБ) та резервами в сейфах банків (з балансу КБ)
Джерело: сформовано автором на основі [11, 14]

З наведених у таблиці 4 даних випливає, що в 2015 році 3% активів припадало на зовнішній сектор економіки, а 97 % - на внутрішній сектор. У 2024 році активи зовнішнього сектору становили 41 %, а внутрішнього - 59 %. Зміна співвідношення активів депозитарних корпорацій в бік зовнішнього сектору варто вважати як негативне явище, що свідчить про зменшення внутрішніх джерел інвестування вітчизняних економічних суб'єктів і залежність від зовнішнього фінансування. Це не сприяє активізації інвестиційного процесу та збільшує фінансову залежність суб'єктів

господарювання від динаміки валютного курсу.

Разом із зміною структури депозитів значно змінюється структура кредитування. Відбулась зміна переваг щодо кредитування на користь уряду за рахунок зменшення долі кредитування неурядового сектору.

Динаміка структури грошової пропозиції підтверджує попередню тезу про зменшення строкових депозитів внаслідок зменшення довіри до банківського сектору. На відміну від позитивної динаміки коефіцієнта готівки до ВВП, в структурі грошової пропозиції

спостерігаємо збільшення долі готівки поза банками, яка і в 2014 році була набагато вище за норму. Це свідчить про недостатній розвиток банківської системи, наявність тіньової економіки, про які згадувалось раніше.

При розгляді чинників впливу на широкі гроші (табл. 5) варто зазначити, що іноземні активи ЦБ є визначальними в ієрархії чинників впливу на широкі гроші за період 2014-2023 (+1183%).

Таблиця 5

Чинників впливу на широкі гроші

Зведені активи та зобов'язання грошової сфери	Зміна 2023 до 2014, млн. грн.	Зміна 2023 до 2014, %
1. Чисті іноземні активи (NFA)	1 980 447	3806%
1.1. Центрального банку (NFACB)	1 403 718	2565%
1.1.1. Активи	1 424 136	1183%
1.1.2. Пасиви	20 418	31%
1.2. Комерційних банків (NFAKB)	576 729	540%
1.2.1. Активи	421 199	327%
1.2.2. Пасиви	-155 530	-66%
2. Чисті внутрішні активи (NDA)	1 270 394	83%
2.1. Чистий внутрішній кредит (NBK)	663 066	41%
2.1.1. Чистий кредит урядові (NBKG)	816 155	186%
2.1.1.1. Кредит урядові	1 025 110	223%
2.1.1.2. Депозити від уряду	208 954	1004%
2.1.2. Кредити неурядовому сектору	-153 089	-13%
2.1.2.1. Кредити приватному сектору (NBKP)	-56 667	-6%
2.1.2.2. Кредит державним підприємствам (NBKGE)	-22 831	-25%
2.1.2.3. Кредит банкам (NBKKB)	-73 591	-65%
2.2. Інші чисті статті (OIN)	-607 328	-603%
Широкі гроші (BM)	3 250 841	221%
1. Гроші (M)	2 945 696	413%
1.1. Готівка поза банками (Cash)	1 539 836	324%
1.2. Депозити до запитання (DepTm)	1 405 860	588%
2. Квазігроші (QM)	305 146	40%
2.1. Депозити строкові (DepTm)	282 498	65%
2.2. Депозити в іноземній валюті (DepFc)	22 648	7%

Джерело: сформовано автором на основі [11, 14]

Разом із незначною зміною пасивів ЦБ та чистих іноземних активів КБ це призвело до аномального збільшення чистих іноземних активів (+3806%) і має позитивний вплив на зміну офіційних валютних резервів та курс національної валюти. З іншого боку, монетарна політика спричиняє незадовільний стан державних фінансів: зростання кредиту урядові (+223%) відбувається за рахунок зменшення кредиту неурядовому сектору та банкам (-13% та -65% відповідно). Це відображає збільшення фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок монетарної складової. Також бачимо вищий темп зростання депозитів до запитання порівняно із строковими, що

свідчить про вже зазначений прояв недовіри до банківської системи. Варто відмітити значні коливання багатьох показників монетарної сфери, що є негативним фактором для її стабільності.

Порівнюючи значення аналітичних коефіцієнтів з нормативними в рамках аналізу грошової сфери (табл. 6), варто відмітити, що збільшення норми резервування з 7 до 33% відображає формування надлишкових резервів унаслідок збільшення ризиків банківської діяльності і внаслідок політики ЦБ щодо обов'язкової норми резервування. Це підтримує стабільність банківського сектору, стримує інфляцію, але вкрай негативно впливає на кредитування

національної економіки. Це підтверджується суттєвим зменшенням схильності (спроможності) банків до кредитування (з 119% до 38%). Хоча коефіцієнт готівки має позитивну динаміку,

але він залишається набагато вище за нормативний. Крім того, в структурі грошової пропозиції спостерігаємо збільшення долі готівки поза банками.

Таблиця 6

Меморандум грошової сфери

Аналітичні коефіцієнти грошової сфери, %	2014 рік, %	2023 рік, %
Резерви / Депозити	7%	33%
Кредити / Депозити	119%	38%
Готівка / Депозити	31%	28%
Широкі гроші / ВВП*	93%	72%
ВВП / Широкі гроші *	108%	140%

* за 2022 рік відповідно до наявної статистики НБУ

Джерело: сформовано автором на основі [11, 14]

Зменшується рівень монетизації національної економіки, що свідчить про відставання відносно ВВП зростання широких грошей і стримує інфляційне зростання цін, хоча сам показник все одно лишається вище за нормативний. Варто позитивно відзначити підвищення коефіцієнту швидкості обігу грошей і те, що він вкладається в нормативний показник.

Проведений огляд грошової сфери свідчить про наявність значних дисбалансів у монетарній сфері, а також втрату обліковою ставкою НБУ ролі орієнтиру цін на гроші для економіки України. Найвідоміше монетарне правило Тейлора (Taylor, 1993) говорить про те, що облікова ставка (ОС) є відправною точкою монетарної трансмісії. Збільшення кредитування банківської системи відбувається на рівні ОС+2%, а зменшення – ОС-2%, яка має встановлюватися для депозитних сертифікатів. Протягом останніх 10 років маємо не тільки вище, ніж двовідсоткове перевищення ставок кредитування банківської системи над обліковою, але й перевищення відсотків за депозитними сертифікатами над рівнем облікової ставки. Це пояснюють занижені обсяги кредитування економіки.

Для активації механізму трансмісії в повоєнний час під час відбудови і створення імпульсу для розвитку реального сектору необхідно зафіксувати на середній строк (до 2-3-х років) облікову ставку на рівні, що є меншим, ніж сумарний рівень

інфляції та росту ВВП, а також зафіксувати ставку за депозитними сертифікатами на рівні ОС-2%. Паралельно із цим необхідно стимулювати банки переміщувати надприбутки від депонування сертифікатів НБУ в залучення строкових депозитів населення. З одного боку, для збереження попиту на депозитні сертифікати НБУ та підтримки стабільності і довіри до банківської системи, необхідно дозволити банкам формувати у депозитних сертифікатах певну частину обов'язкових резервів. З іншого боку, для запуску кредитування реального сектору необхідно дозволити банкам іншу частину резервів формувати у вигляді кредитів на капітальні інвестиції із створення та модернізації переробних виробництв, які ЦБ так само має зарезервувати, використовуючи відтермінування емісії, щоб реально мати можливість виконати зобов'язання. Враховуючі поточні обсяги вкладів фізичних осіб, зазначені заходи дозволять збільшити кредитування на 6-7 млрд доларів, або до 5% лише за рахунок інструментів монетарної політики. Разом із власними внутрішніми джерелами компаній, державними програмами стимулювання інвестицій та прямими іноземними інвестиціями це дало б можливість наблизити рівень капітальних інвестицій до 15-20% ВВП.

Висновки. Отже, підсумовуючи вищенаведене, можна відмітити, що на сьогодні в монетарній політиці НБУ мета таргетування інфляції превалює над

потребою стимулювати інвестиції через забезпечення низьких процентних ставок.

Позитивний вплив на інвестиційний процес спостерігається у створенні можливості для інвесторів формувати довший інвестиційний горизонт через утримання помірних темпів інфляції та обмеження зростання обмінного курсу іноземної валюти. Проте, всі інші чинники унеможливають інвестиційний процес. Фактично можна констатувати відсутність трансмісійного механізму.

Для того, щоб відновити дію трансмісійного механізму, який буде надзвичайно важливим під час відбудови України, доцільно буде переходити до пом'якшення монетарної політики. В першу чергу, необхідно зробити зміни у законодавство України в частині зміни пріоритетів і ключових індикаторів монетарної політики під час відбудови. По-друге, важливо забезпечити кореляцію динаміки грошової маси з процентними ставками, рівнем інфляції та динамікою ВВП. По-третє, для подолання негативної тенденції збільшення депозитів до запитання необхідно підвищувати ставки за депозитами населення так, щоб вони стали на певний короткий час вище за ключову ставку. Також необхідно вносити зміни до нормативів резервування, щоб підвищувати коефіцієнт мультиплікації грошей, який є заниженим на даний момент. Для цього варто спочатку зафіксувати облікову ставку на рівні, що є меншим, ніж сумарний рівень інфляції та росту ВВП і зменшити ставку за депозитними сертифікатами до рівня ОС-2%. Після цього необхідно дозволити банкам одну частину резервів формувати у депозитних сертифікатах, а іншу - у вигляді кредитів на капітальні інвестиції із створення та модернізації переробних виробництв. Це

дозволить переорієнтувати фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок монетарної складової на фінансування приватного сектору та банків. Враховуючи, що іноземні активи центрального банку стали визначальними в ієрархії чинників впливу на широкі гроші, варто збільшувати чисті іноземні активи ЦБ за рахунок тих, вартість яких стабільно зростає, наприклад, за рахунок золота. Одним із ключових факторів для функціонування трансмісійного механізму є рівень тіньової економіки. Для виведення значних внутрішніх ресурсів, які можуть бути спрямовані на інвестування, необхідно впроваджувати надійні та прозорі механізми виведення фінансових ресурсів в легальний сектор економіки.

В якості подальших досліджень з даної тематики важливо вивчити вплив змін відсоткових ставок на інвестиційні рішення економічних суб'єктів (Cloyne, Ferreira, Froemel, & Surico, 2018). Цей аспект залишається практично недослідженою темою в Україні і потребує ґрунтовної розробки. Також перспективним є дослідження необхідності створення в Україні неурядової організації за аналогією американського Національного бюро економічних досліджень (NBER). Метою такої некомерційної наукової організації може стати проведення і розповсюдження між державними діями, представниками бізнесу і науковою спільнотою об'єктивних знань з економічних досліджень. Діяльність такої організації могла б значно покращити методологію оцінки монетарної політики ЦБ. Проте створення такої структури в Україні потребує окремого дослідження, бо вона буде безпосередньо впливати на мільярди гривень фінансових потоків, що становить ризик, який треба враховувати.

Література:

1. Aloui D. (2021). The COVID-19 pandemic haunting the transmission of the quantitative easing to the exchange rate. *Finance Research Letters*, 43. Доступ через: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102025>
2. Cloyne, J., Ferreira, C., Froemel, M., & Surico, P. (2018). Monetary policy, corporate finance and investment. NBER Working Paper, 25366.

3. Державна служба статистики України. (2024). Індекси споживчих цін на товари та послуги. Доступ через: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2010/ct/is_c/arh_isc/arh_iscm10_u.html
4. Державна служба статистики України. (2024). Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності. Доступ через:

https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/ibd/kin_rik/k_ed_10-21.xlsx

5. George E., King M., & Clementi D. (2024). The transmission mechanism of monetary policy. The Monetary Policy Committee. Bank of England. Доступ через: <https://typeset.io/pdf/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy-4pz5sdeplf.pdf>

6. Keynes J.M. (1936). The general theory of Employment, Interest and Money. Доступ через <https://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general-theory/index.htm>

7. Мінфін. (2024). Значення курсу USD-Gold. Доступ через: <https://index.minfin.com.ua/ua/exchange/london/gold/USD/>

8. Міщенко В.І., & Науменкова С.В. (2017). Світові тенденції монетизації економіки. Фінанси України, 9, 53–74.

9. Мороз А.М., Пуховкіна М.Ф., Савлук М.І., Алексеєнко М.Д., & Дзюблюк О.В. (2005). Центральний банк та грошово-кредитна політика. Київ, КНЕУ.

10. Nakamura, E., & J. Steinsson. (2018). Identification in macroeconomics. Journal of Economic Perspectives, 32, 59–86.

11. Національний банк України. (2024). Грошово-кредитна статистика. Доступ через: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xlsx

12. Національний банк України. (2024). Економічні та фінансові показники України. Доступ через: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds>

13. Оголь Д.О. (2016). Вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання України (Докторська кандидатська дисертація). Доступ через: <http://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/66605>

14. Радіонова І.Ф., & Усик В.І. (2015). Монетарне програмування в макроекономічному аналізі національної економіки. Кам'янець-Подільський, Аксіома.

15. Токар В.В., & Ткаленко С.І. (2019). Інвестиційна безпека в умовах фінансової глобалізації. Вчені записки Університету «КРОК», 1, 197-205.

16. Taylor J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Stanford, Stanford University.

17. Федірко М. (2012). Трансмісійний механізм монетарної політики європейського валютного союзу. Світ фінансів, 4, 218-230.