

DOI: [10.32702/2307-2105-2021.8.7](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.8.7)

УДК: 336.74:338.23

*Т. О. Кричевська,
д. е. н., с. н. с., провідний науковий співробітник відділу економічної теорії,
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
ORCID ID: 0000-0003-1940-6820*

ГЛОБАЛЬНІ І НАЦІОНАЛЬНІ ФАКТОРИ ЕФЕКТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ТА ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ*

*T. Krychevska
Doctor of Economic Sciences, Leading Research Fellow,
Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine*

GLOBAL AND DOMESTIC FACTORS OF EFFICIENCY FOR MONETARY AND FISCAL STIMULUS

У статті розглянуто глобальні фактори, які на сучасному етапі змінюють підходи до монетарної і фіскальної політики як інструментів стабілізації соціально-економічного розвитку, і внутрішні чинники та обмеження монетарного та фінансового стимулювання в Україні. Серед глобальних чинників виділено формування середовища «нової монетарної нормальності» – поєднання низької інфляції і низьких рівноважних реальних відсоткових ставок; технологічні зміни; зміни клімату; зростання нерівності, пандемію Covid-19. Систематизовано глобальні тенденції модифікації монетарної і фіскальної політики у відповідь на дію цих факторів. Серед локальних факторів ефективності монетарно-бюджетного стимулювання в Україні виділено: більш потужний вплив цих заходів на обмінний курс; загальну логіку формування банківської системи в Україні, що відображала структурні й інституційні деформації реального сектора української економіки; ідеологію макроекономічної стабілізації і реформування банківського сектора; відмінність траєкторії реформування банківського сектора і структурних та інституційних змін у реальному секторі економіки; недостатню захищеність прав інвесторів і кредиторів, що блокує трансмісію монетарних стимулів; недобудованість інститутів фінансового ринку, які забезпечують економіку довгостроковим фінансовим ресурсом. Виявлено, що у розвинутих економіках потенціал підвищення ефективності монетарних і фінансових інструментів економічного стимулювання на сучасному етапі криється у збільшенні ролі антициклічної фіскальної політики, посиленні гнучкості монетарної політики та у проведенні інституційних реформ, націлених на покращення забезпечення суспільними благами. В економіках з ринками, що формуються, де ефективність макроекономічного стимулювання обмежується його активним впливом на обмінні курси, розширити простір для монетарно-фіскального стимулювання деякою мірою може перегляд конвенційних поглядів на таке стимулювання розвинутими економіками і міжнародними кредиторами.

* Стаття представляє результати дослідження, виконаного в межах наукового проекту «Загальний механізм та чинники стабілізації соціально-економічного розвитку України» (№ державної реєстрації 0121U111691).

Втім, потужніший ефект матимуть внутрішні інституційні реформи, які збільшують стійкість економіки і розблоковують перешкоди на шляху стимулюючих імпульсів, та побудова інституцій, які збільшують ефективність взаємодії цих економік з глобальним ринком капіталу, таких як банк розвитку, що використовує глобальні капітали для цілей національного розвитку.

The article considers global factors that are currently changing approaches to monetary and fiscal instruments for stabilization of socio-economic development, as well as local factors and limitations of monetary and financial stimulus in Ukraine. Among the global factors are: the formation of an environment of monetary “new normal” - a combination of low inflation and low equilibrium real interest rates; technological changes; climate change; rising inequality, the Covid-19 pandemic. Global trends in the modification of monetary and fiscal policy in response to these factors are systematized. Among the local factors of the effectiveness of monetary and fiscal stimulus in Ukraine are: stronger impact of these measures on the exchange rate; the general logic of the formation of the banking system in Ukraine, which have been reflected the structural and institutional deformations of the real sector of the Ukrainian economy; the ideology of macroeconomic stabilization and reform of the banking sector; the difference between the trajectory of banking sector reform and structural and institutional changes in the real sector of the economy; insufficient protection of the investors and creditors rights, which blocks monetary transmission; underdeveloped financial market institutions (e.g. private pension funds) that provide the economy with long-term financial resources. It has been found that in developed economies the potential for increasing the efficiency of monetary and fiscal stimulus at the present stage lies in increasing the role of countercyclical fiscal policy, enhancing monetary policy flexibility and in carrying out the institutional reforms aimed at improving public goods provision. In emerging economies, where the effectiveness of macroeconomic stimulus is limited by its active influence on exchange rates, the revision of conventional views on such stimulation by developed economies and international creditors may expand the space for monetary and fiscal stimulus to some extent. However, domestic institutional reforms that increase the resilience of the economy and unblock barriers to stimulus as well as building institutions that improve the interaction of these economies with the global capital market, such as development bank that use global capital for national development goals, will have a stronger effect.

Ключові слова: *монетарна політика; фінскальна політика; глобальні і національні фактори ефективності макроекономічного стимулювання; нова монетарна нормальність; інклюзивність; іпотека; інституційні реформи; коронакриза.*

Key words: *monetary policy; fiscal policy; global and domestic factors of efficiency for macroeconomic stimulus; monetary “new normal”; inclusiveness; mortgage; institutional reforms; corona crisis.*

Постановка проблеми. Реформи державної політики в економічній сфері назрівають поступово у відповідь на структурні зміни в економіці, глобальні і локальні інституційні зміни в суспільстві, розвиток технологій, зміну геополітичного розподілу сил. Але для їхньої реалізації потрібен певний рівень суспільної підтримки, який здобути нелегко, адже завжди є досить впливові групи інтересів, зацікавлені у збереженні *status quo*. Війни і пандемії, збільшуючи суспільні запити на активні дії держави, прискорюють широкі інституційні реформи. Вочевидь, не стане винятком і пандемія Covid-19. При цьому у кожній окремій країні діє власна комбінація глобальних і локальних факторів зміни загальних підходів до політики стабілізації економічного розвитку і факторів ефективності такої політики.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження сучасних факторів ефективності монетарних та фінскальних механізмів стабілізації економічного розвитку відбувається у наступних напрямках: 1) переоцінка їхньої ефективності (абсолютної і порівняльної) в умовах «нової монетарної нормальності» у розвинутих економіках; 2) перегляд потенціалу монетарного і фінскального стимулювання у розвинутих економіках в умовах сповільнення темпів економічного зростання і продуктивності праці; 3) пошук відповідей монетарної і фінскальної політики на зростання нерівності, цифровізацію, кліматичні зміни; 4) можливості розширення простору для такого стимулювання в економіках з ринками, що формуються. Серед провідних зарубіжних публікацій з цієї проблематики – аналітичні матеріали МВФ, Федеральної резервної системи США та ЄЦБ, пов'язані з переглядом їхньої стратегії монетарної політики протягом двох останніх років; роботи Дж. Стігліца,

О. Бланшара, Р.Скідельські, Ф. Капі, К. Рейнгарт, К. Рогоффа, Л. Саммерса, Р. Рея, М. Вулфа та ін. Серед вітчизняних вчених проблему підвищення ефективності монетарних та фінансових механізмів стабілізації соціально-економічного розвитку досліджують В. Геєць, А. Гриценко, С. Кораблін, В. Сіденко, Т. Єфименко, В. Зимовець, О. Яременко, В. Міщенко, С. Науменкова, Т.Богдан, І.Богдан, В. Козюк, С. Шумська, І. Шовкун, О. Вальчишен, Ю. Прозоров, С. Волков та ін. Ефективність сучасних програм бюджетно-кредитного стимулювання в Україні є об'єктом обговорень на дискусійних майданчиках Незалежної асоціації банків України, Фінансового клубу, Клубу банкірів.

Мета статті. Метою дослідження, основні результати якого представлені у цій статті, є виявлення і систематизація глобальних чинників, які на сучасному етапі змінюють підходи до монетарної і фінансової політики як інструментів стабілізації соціально-економічного розвитку, а також виявлення внутрішніх факторів і обмежень ефективності монетарного та фінансового стимулювання в економіці України, що допоможе поглибити і розуміння загальної логіки дії таких національних факторів в економіках з ринками, що формуються.

Основні результати дослідження.

Глобальні фактори і тренди монетарного та фінансового стимулювання економіки. Для розвинутих економік спільним фактором, що змінює підходи до макроекономічного стимулювання, є середовище «нової монетарної нормальності» – поєднання низької інфляції і низьких рівноважних реальних відсоткових ставок. Формування цього середовища стало наслідком тривалих структурних трендів: 1) зростання глобальної пропозиції робочої сили в умовах глобалізації; 2) формування надлишку планових заощаджень над плановими інвестиціями унаслідок: нарощування міжнародних резервів економіками з ринками, що формуються, після азійської кризи; зростання внутрідержавної нерівності, що підвищує середню схильність до заощаджень; зниження капіталомісткості провідних галузей в умовах технологічних зрушень; 3) глобальної корекції монетарних режимів у 1990-х, що призвела до зниження інфляційних очікувань; 4) вимушеної монетарної експансії у ряді економік після глобальної фінансової кризи (ГФК) не стільки у відповідь на процеси у власній економіці, як у відповідь на експансійну політику провідних монетарних регуляторів, таких як ФРС і ЄЦБ, аби уникнути надмірного зміцнення своїх валют і падіння цінової конкурентоспроможності; 5) постійно зростаючого попиту на безпечні і ліквідні активи після ГФК [1, с. 419–420]. До глобальних чинників зміни підходів до політики стабілізації економічного розвитку на сучасному етапі належать також технологічні зміни, зміни клімату, зростання нерівності і, звичайно, пандемія Covid-19.

Локальним чинником перегляду підходів до монетарних і фінансових механізмів стабілізації економічного розвитку у США стало загострення політичної боротьби і намагання нового Президента США Дж. Байдена забезпечити суспільне примирення шляхом більш інклюзивної макроекономічної політики. У єврозоні таким локальним чинником стала економічна стагнація після ужорсточення фінансових правил у відповідь на кризу суверенного боргу деяких країн єврозони у 2012 р.

В умовах коронакризи проявилися такі вектори довгострокової корекції монетарних і фінансових механізмів макроекономічної стабілізації [2]:

1. Збільшення акценту макроекономічної політики на підтримці інтересів найманих працівників.
2. Посилення інклюзивності макроекономічної політики.
3. Певна інституціоналізація фактичної корекції монетарної політики, що вже відбулася у провідних економіках в умовах «нової монетарної нормальності». Йдеться про інституціоналізацію політики, що може націлюватися на підвищення інфляційних очікувань і загалом можливості більш експансійної монетарної політики як одного із засобів протидії сповільненню зростання економіки, падінню продуктивності праці, зростанню нерівності.

У США у серпні 2020 р. було внесено зміни до Стратегії монетарної політики Федеральної резервної системи (ФРС), ухваленої 25 січня 2012 р. Зміни торкнулися трактування ФРС обох складових її подвійного мандату. Максимальна зайнятість тепер розуміється як широка й інклюзивна ціль [3]. Внесення аспекту інклюзивності до цілі максимальної зайнятості перетворює її з виключно індикатора використання виробничих потужностей, подібно до рівня інфляції, на незалежну мету. Друга частина мандату ФРС, що стосується цінової стабільності, тепер трактується як досягнення рівня інфляції у розмірі 2% в середньому за певний проміжок часу. Отже, після періодів, коли інфляція опускалася нижче 2%, монетарна політика може націлюватися на досягнення інфляції, помірно вищої від 2% протягом певного часу. Голова ФРС класифікує такий монетарний режим як гнучку форму таргетування інфляції в середньому за період [4].

8 липня 2021 р. нову стратегію монетарної політики ухвалив і Європейський центральний банк (ЄЦБ). У попередній стратегії (2003 р.) ціль цінової стабільності було сформульовано як «нижче, але близько до 2%», тобто радше як верхню межу, позаяк протягом першого десятиліття існування єврозони інфляційні шоки мали переважно підвищувальний характер. Після ГФК домінують уже дезінфляційні шоки: циклічні (спричинені подвійною рецесією з піками у 2009 і 2012 рр.) та структурні (глобалізація, цифровізація і демографічні фактори), тож у новому документі ця ціль формулюється як підтримка інфляції споживчих цін на рівні 2% річних у середньостроковій перспективі і наголошується, що ЄЦБ симетрично трактуватиме відхилення від цілі в обидва боки як однаково небажані. З іншого боку, європейський монетарний регулятор враховуватиме ситуацію перебування економіки єврозони близько нижньої ефективної межі відсоткових ставок, що зміщує інфляційні очікування вниз, і для виходу з пастки закріплення інфляційних очікувань нижче цільового орієнтуру заявляє про готовність застосовувати «особливо рішучі» заходи, наслідком яких може стати «перехідний період, упродовж якого інфляція помірно перевищуватиме цільовий показник». Закріплення у стратегічному документі готовності ЄЦБ допускати відхилення інфляції від цільового рівня у бік підвищення

може виглядати як перехід, подібно до ФРС, до таргетування інфляції в середньому за період. Президент ЄЦБ К. Лагард рішуче це заперечує, зазначаючи, що таке перевищення таргету допускатиметься у відповідь не на попередні випадки його недовиконання, як у США, а на загрозу закріплення від'ємних відхилень інфляційних очікувань від цільового орієнтиру [5]. Втім, попри відмінність формулювань у стратегічних документах ФРС і ЄЦБ, у виступі Голови ФРС, присвяченому зміні стратегії монетарної політики у США, можемо знайти подібну аргументацію про боротьбу зі зміщенням інфляційних очікувань в умовах нової монетарної нормальності [4].

4. Зростання ролі фінансової політики як інструменту макроекономічної стабілізації.

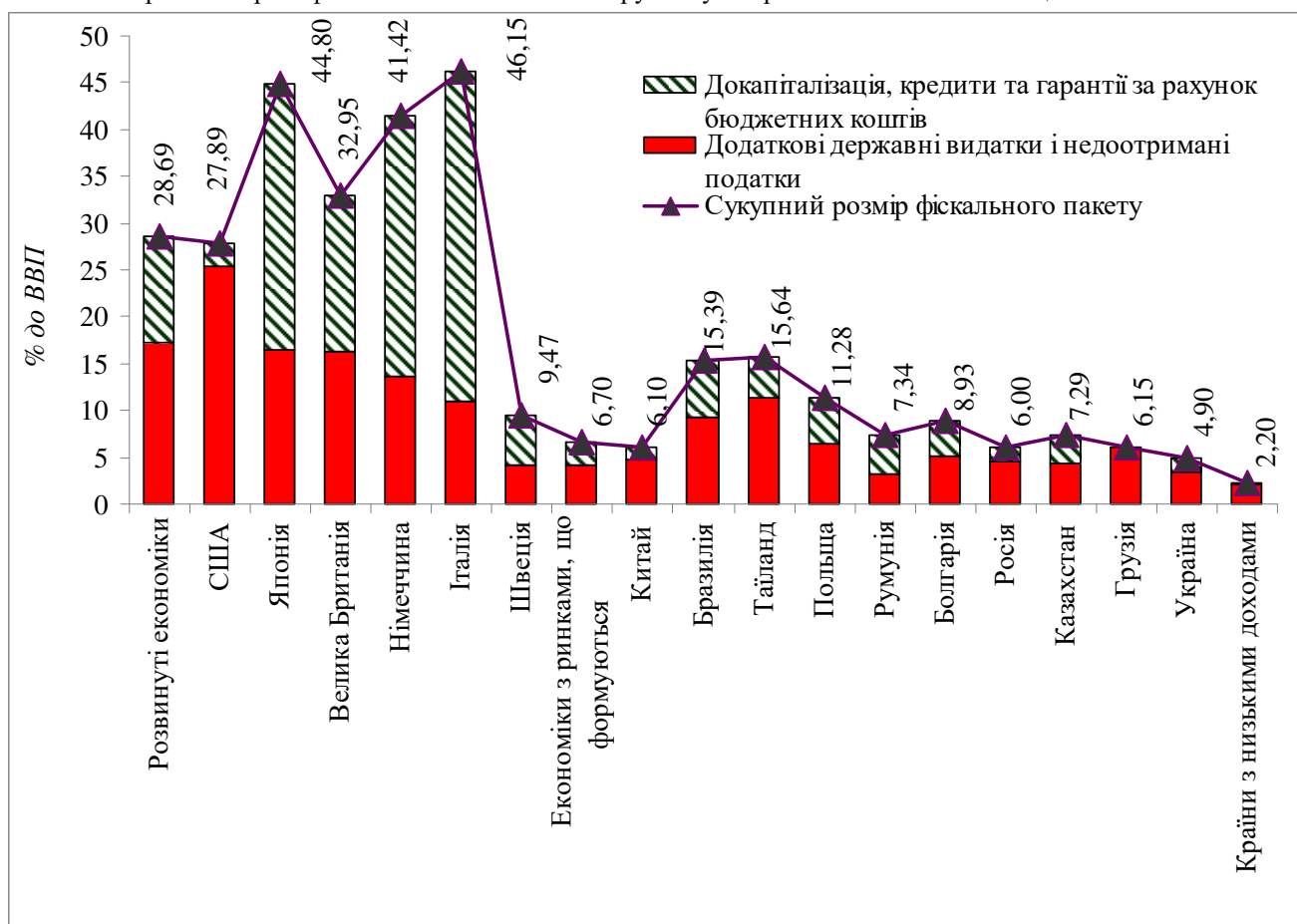


Рис. 1. Розмір і структура фінансових пакетів деяких економік і груп економік у відповідь на коронакризу, за період з січня 2020 до 5 червня 2021 р., % ВВП

Джерело: розраховано за даними *Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, July 2021*

Серед ключових підстав для доповнення монетарних стимулів фінансовими можна виділити як *ситуативні*, так і *загальні*. Ситуативні стосуються сучасних умов. Зокрема, як свідчать численні емпіричні дослідження, ефективність експансійної фінансової політики зростає в умовах наближення відсоткових ставок до нижньої межі (зокрема, завдяки тому, що боргове навантаження на економіку не лише не зростає зі зростанням запозичень, але і знижується). Більш того, фінансова політика разом зі структурною можуть підтримати зростання продуктивності праці і пропозиції робочої сили, що сприятиме підвищенню рівноважної реальної відсоткової ставки, а отже, збільшенню ефективності традиційної (процентної) монетарної політики [6].

Серед *загальних* підстав для підвищення ролі експансійної фінансової політики називають такі [2]:

- нестабільність попиту на гроші і, зокрема, зростання спекулятивного і застережного попиту на гроші в умовах рецесії, обмежує ефективність і передбачуваність монетарного стимулювання. Для того щоб досягти передбачуваних ефектів від монетарного стимулювання, гроші мають витратитися у передбачуваний спосіб, і це відбувається, коли суб'єктом витрат стає уряд [7];

- держава і ринок не змагаються в ефективності, кожен із цих інститутів виконує свої унікальні функції [8, С. 138–149], і лише їхнє поєднання дає змогу максимізувати суспільний добробут;

- якими б ринковими за своєю природою не видавалися інструменти монетарної політики, вони чинять потужні розподільчі ефекти, які виникають як побічні і які важко передбачити, тоді як фінансова політика призначена саме для отримання таких ефектів і дає можливість їх спланувати.

Як бачимо на рис. 1, відносний розмір і заходи фінансової реакції на коронакризу суттєво відрізняються у різних групах країн та всередині цих груп: залежно від фінансового простору, ураження країни пандемією і загальної ідеології боротьби з нею. За період з січня 2020 р. до 5 червня 2021 р. у групі розвинувих економік, за оцінками МВФ, він становив 28,69% ВВП, в економіках з ринками, що формуються, – 6,7% або у 4,3 рази менше, а в економіках з низькими доходами – лише 2,2% ВВП.

5. Перегляд теорії взаємодії монетарної і фінансової політики як у науковому, так і в широкому суспільному дискурсі.

Локальні фактори ефективності грошово-кредитних та фінансових механізмів стабілізації економічного розвитку в Україні. Однією з ключових структурних деформацій української економіки є її потужна залежність від коливань цін на товари сировинного експорту. За розрахунками С. Корабліна та С. Шумської, цей чинник на певних етапах більше впливає на реальний ВВП, аніж ціни виробників і курс гривні до долара США [9]. Тож успішна монетарна політика ставала можливою лише на підвищувальних фазах глобальних циклів на ринках сировинних товарів. Втім, структурні зміни в решті світу, прогрес у технологіях зрештою зробили неможливим отримання суттєвих переваг українською економікою в умовах сприятливої зовнішньоекономічної кон'юнктури. Не випадково з 2006 р. на тлі різних фаз світової економіки поточний рахунок платіжного балансу України залишався від'ємним.

Українська банківська система відображала усі структурні й інституційні деформації реального сектора української економіки. Формування національного капіталу в Україні відбувалося на привілеї обмеженого доступу до приватизації державного майна, зовнішньоекономічної діяльності, бюджетних замовлень, а також кредитів, що швидко знецінювалися внаслідок гіперінфляції. Ці капітали найзручніше було обслуговувати в підконтрольних банках, що і спричинило стрімкий розвиток приватного банківського бізнесу [1, с. 426–430; 10; 11; 12].

У 2005–2008 рр. грошово-кредитна політика і банківське регулювання, зокрема, лібералізація доступу іноземного банківського капіталу і валютного кредитування стали складовою політики задоволення споживчих потреб за рахунок зовнішніх фінансових ресурсів.

Напередодні політичної, економічної та банківської криз, що вибухнули в 2014 р., в Україні діяли такі групи банків за типами бізнес-моделей [13; 1, с. 450–451]:

1) універсальні банки, що мали ліцензії на різні види операцій і досить динамічно переключалися з одного на інший: наприклад, на операції з валютою після звуження можливостей для кредитування;

2) універсальні банки, які одночасно були членами великих фінансово-промислових груп і мали значні портфелі кредитів пов'язаним особам. Вони залежали від успішності бізнесу власників, але мали кращі, ніж подібні невеликі банки, які обслуговували бізнес їхніх власників, можливості для отримання рефінансування від НБУ, на міжбанківському кредитному ринку і зовнішніх ринках;

3) так звані кептивні банки – невеликі й середні банки, що спеціалізувалися на кредитуванні бізнесу власників, тобто пов'язаних осіб. Це була група з найменшою фінансовою стабільністю, оскільки в разі виникнення проблем у власників ці банки не могли отримати рефінансування на міжбанківському ринку;

4) розрахункові банки, створені власниками бізнесу для економії витрат на розрахунково-касове обслуговування і закриття інформації про свої операції. Підгрупою в цій групі банків були горезвісні конвертаційні центри, які виводили капітал у тінь. Раніше вони не були об'єктом особливої уваги з боку НБУ, оскільки не порушували банківських нормативів, тому що не здійснювали кредитування. Лише в 2014 р. НБУ розширив перелік критеріїв для визнання банку проблемним так, щоб охопити і цю діяльність;

5) банки, що спеціалізувалися на споживчому кредитуванні;

6) державні банки, що, втім, не мали чітко визначених інституційних ніш. Це були універсальні банки, політику яких визначала політична орієнтація наглядових рад.

Укладені в умовах політичної кризи, російської воєнної агресії, фінансової та економічної кризи меморандуми про співпрацю з МВФ з 2014 р. передбачали очищення і оздоровлення банківського сектора України завдяки повнішому розкриттю власників банків, відображенню кредитів пов'язаним особам та докапіталізації відповідно до їхніх реальних обсягів. Ще одним напрямом очищення банківської системи стало виведення з ринку банків, бізнес-моделі яких були визнані регулятором загрозливими для економічної безпеки країни – так звані схемні банків. З ринку було виведено понад 100 банків, яким належало 34% загальних активів банківської системи. Як наслідок, у банківській системі зросли частки іноземного банківського капіталу і державних банків [14].

Меморандуми про співпрацю з МВФ, підписані Україною в 2014 і 2015 рр., також передбачали перехід до монетарної політики в режимі інфляційного таргетування.

Бачення монетарно-фінансовим регулятором ролі монетарної політики і політики у банківському секторі у забезпеченні економічного розвитку з 2014 р. до початку коронакризи можна узагальнити у вигляді такого нарративу [1, с. 475–476]:

1) стабільний рівень споживчих цін – найбільш цінне суспільне благо, яке монетарний регулятор може запропонувати суспільству;

2) інфляційне таргетування сприятиме подоланню проблеми доларизації і відновленню кредитування завдяки зниженню відсоткових ставок у частині інфляційних очікувань, а також відмові від кредитного підживлення ренто-орієнтованої економіки;

3) жорсткість монетарної політики визначається майбутніми ризиками для інфляційної цілі, найбільш істотними з яких є призупинення співпраці з МВФ і розігрів споживчого попиту (можливий навіть в умовах слабого зростання і високого безробіття завдяки трудовій міграції);

4) очищений банківський сектор стане локомотивом глибоких інституційних змін у бізнесі, який буде змушений посилювати прозорість своєї діяльності для отримання банківського фінансування;

5) реформована банківська система, отримавши в короткостроковому періоді можливість зберегти прибутковість незалежно від стану реального сектора (завдяки операціям з депозитними сертифікатами НБУ, ОВДП), а в довгостроковому періоді – достатній захист прав кредитора, автоматично забезпечить фінансування

економічного розвитку. Або ж останнє стане справою ринків капіталу, в тому числі зовнішніх, чи самого бізнесу, що процвітатиме в умовах фінансової стабільності;

б) державні банки є лише атавізмом, якого держава має позбутися з максимальною вигодою для себе. Їхнє основне завдання – провадити комерційну діяльність на загальних засадах, аби максимізувати свою вартість для подальшого продажу.

Як ці трансформації вплинули на ефективність монетарно-фінансових механізмів стабілізації економічного розвитку в Україні?

Як бачимо на рис. 2, протягом 2002–2005 рр. найзагальніші показники глибини банківського сектора – відношення величини депозитів і кредитів до ВВП – були майже рівними, із 2006 р. з лібералізацією доступу іноземного банківського капіталу почалося стрімке відхилення вгору коефіцієнта кредитів до ВВП, який зріс із 32,5% у 2005 р. до 79,2% у 2009 р. Після ГФК спостерігалось зниження цього показника до 58,0% у 2012 р., потім коротке відновлення в 2013–2014 рр. до 64,3%, далі стрімке падіння до 22,6% у 2020 р. – мінімального показника з 2003 р. При цьому в кінці 2020 р. 46,7% кредитів нефінансовому сектору і 27,9% кредитів фізичним особам належали до категорії непрацюючих. У 2019 р. вперше за досліджуваний період відношення кредитів до ВВП впало нижче за відношення депозитів до ВВП, а в 2020 р. розрив між ними зріс із 2,5 до 9,6 в.п.

Відношення депозитів до ВВП плавно зростало з 17,5% у 2002 р. до 39,4% у 2007 р., після чого затрималося на плато до 2011 р., досягло піку (45,7% ВВП) в 2013 р., а потім знижувалося, досягнувши в 2018 р. 26,2% – мінімального показника за період з 2005 р. У 2019–2020 рр. цей показник відновив зростання і в кінці 2020 р. досяг 32,2% (див. рис. 2).

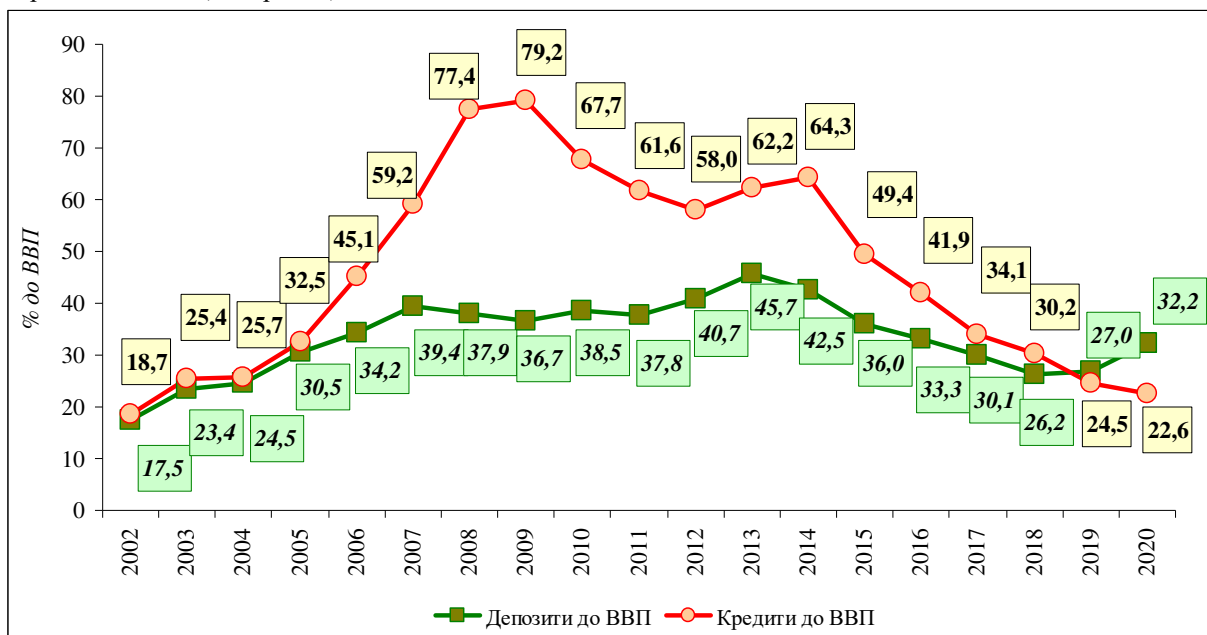


Рис. 2. Кредити та депозити депозитних корпорацій до ВВП, %
Джерело: розраховано за даними Укрстату та НБУ

Відношення кредитів нефінансовим корпораціям до ВВП стрімко зростало з 2005 р., досягнувши піку в 2009 р. на рівні 50,6%. Унаслідок глобальної кризи воно знизилось до 43,1% в 2012 р., потім відновилося до 49,1% ВВП в 2014 р., після чого почало стрімко знижуватися, досягнувши 17,3% в 2020 р. – мінімального значення з 2003 р. (рис. 3).

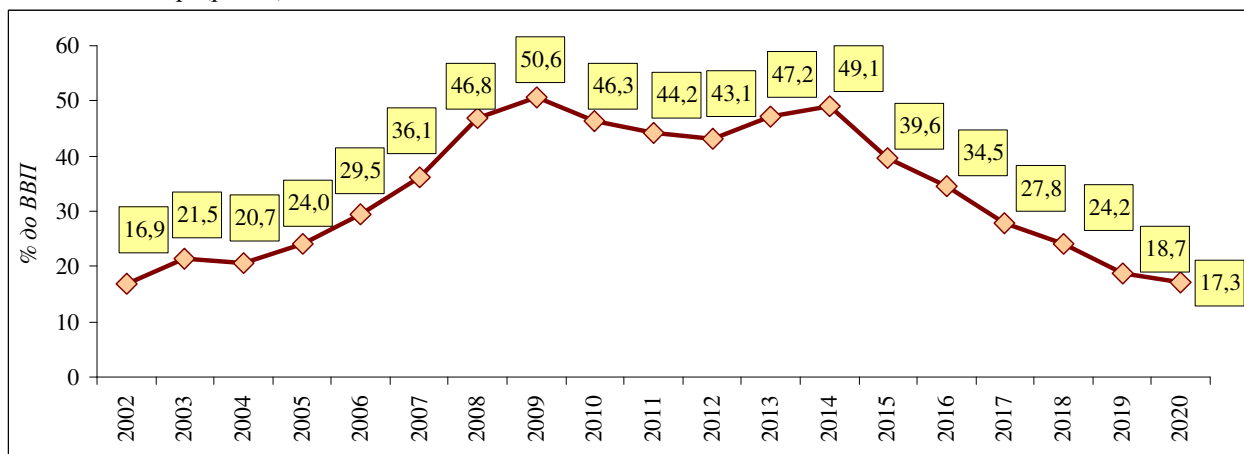


Рис. 3. Кредити банків нефінансовим корпораціям до ВВП, %
Джерело: розраховано за даними Укрстату та НБУ

Відношення банківських кредитів домогосподарствам до доходів населення стрімко зростало з 2005 р., досягнувши максимуму в 33,2 % в 2008 р., після чого в 2020 р. повернулося до рівня, що ледь перевищує показник 2003 р. – 5,2% (рис. 4).

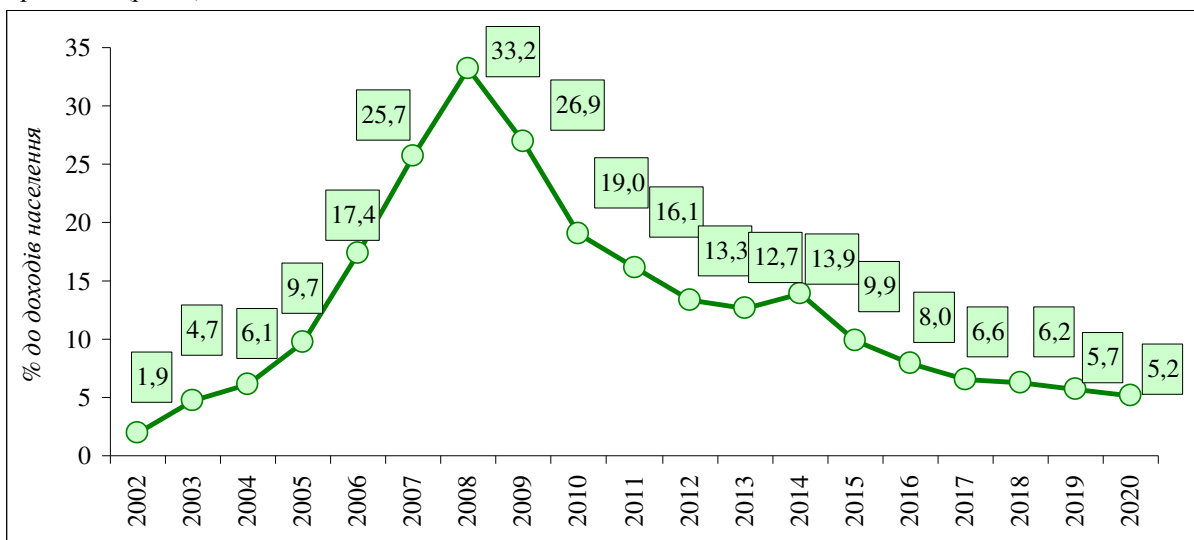


Рис. 4. Кредити банків домогосподарствам до доходів населення, %
Джерело: розраховано за даними Укрстату та НБУ

Серед чинників падіння банківського кредитування бізнесу з 2014 р.: стиснення кредитного портфелю банків через списання безнадійної заборгованості унаслідок втрати Україною територій; значні обсяги проблемної заборгованості, що виникла в умовах руйнування зв'язків в межах фінансового-промислових груп, непогашення кредитів в умовах слабого захисту прав кредиторів; приведення банками до нормативного значення кредитів пов'язаним особам.

Кредитування домогосподарств у 1999–2008 рр. зростало темпами від 30 до 170%, з 2008 р. загальний обсяг наданих кредитів зменшувався або зростав незначними темпами у зв'язку із заборотою валютного кредитування і пов'язаним із цим згоранням іпотечного кредитування.

В умовах низької закредитованості населення (див. рис. 3) обсяги нових кредитів домогосподарствам зростають попри підвищення реальних і номінальних відсоткових ставок за кредитами – з 2016 р. середня номінальна ставка за такими кредитами перевищувала 30%. Обсяг нових кредитів домогосподарствам зростав навіть коли реальна відсоткова ставка (скоригована на інфляцію ex post) у 2019 р. досягла 27,9% (рис. 5). Це пояснюється домінуванням споживчих кредитів з відносно невеликими строками погашення.



Рис. 5. Обсяг нових кредитів домогосподарствам за період та номінальна і реальна (скоригована на інфляцію ex post) ставка за цими кредитами, млн. грн; %
Джерело: розраховано за даними НБУ та Укрстату

Ринкова влада населення на фінансових ринках є вкрай низькою, адже відсутні інші надійні інструменти масового інвестування заощаджень, особливо для не найбільш заможних. За період з 2005 по 2020 рр. лише протягом 6 років спостерігалися додатні реальні відсоткові ставки за депозитами. В умовах же

зниження інфляції і облікової ставки НБУ з 2016 р. спостерігаємо розширення розриву між реальними ставками за новими депозитами і новими кредитами домогосподарствам: з 20,2 у 2016 р. до 28,5 в.п. у 2020 р. (рис. 6).



Рис. 6. Реальні (скориговані на фактичну інфляцію) відсоткові ставки за новими депозитами та кредитами домогосподарствам у річному вимірі, %
Джерело: розраховано за даними НБУ та Укрстату

В умовах зниження відсоткових ставок частка строкових депозитів (депозитів за винятком депозитів на вимогу) з 2013 р. неухильно падає (рис. 7). У кінці червня 2021 р. вона досягла історичного мінімуму з 1997 р. – 36,4%.

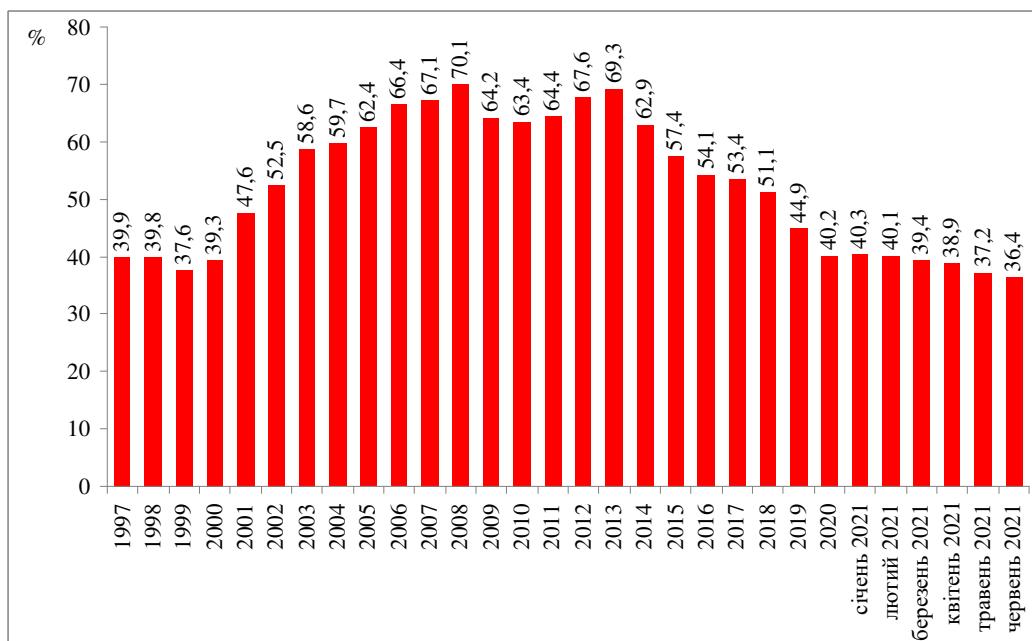


Рис. 7. Частка строкових депозитів у загальних депозитах банківської системи, %
Джерело: за даними НБУ

Величина фіскального пакету для боротьби з коронакризою в Україні, за оцінками МВФ, з січня 2020 до червня 2021 р. становить 4,9% ВВП (3,5% ВВП – прямі державні видатки та податкові знижки і 1,4% ВВП – бюджетні кредити, гарантії і вливання в капітал), що майже в 1,4 рази менше, ніж в середньому по групі економік з ринками, що формуються. Для порівняння – відповідний показник у Польщі становить 11,28% ВВП, у Румунії – 7,34% ВВП, Грузії – 6,15% ВВП (див. рис. 1).

У реакції Національного банку України на коронакризу можна виявити як спільні, так і відмінні риси порівняно зі світовою практикою. Спільними рисами є: адаптація операційного дизайну монетарної політики, аби посилити ефективність забезпечення системи ліквідністю; збільшення строковості кредитів рефінансування; розширення спектру допустимих застав за такими кредитами; рекомендації і регуляторне сприяння реструктуризації кредитів для суб'єктів, що постраждали від коронакризи; пом'якшення вимог щодо формування

банками капіталу. Відмінностями у реакції українського монетарного регулятора на кризу Covid-19 є: відмова НБУ від викупу активів; дуже обережне розширення переліку допустимих застав з тим, щоб забезпечити повну бюджетну гарантію ризиків; відсутність спеціальних власних механізмів підтримки малого бізнесу [1, с. 480]. Втім, відповідних цілей – підтримки ринку вітчизняних державних цінних паперів та малого бізнесу намагаються досягти іншими способами.

Близько 70% обсягу виданого НБУ довгострокового рефінансування було використано банками на придбання ОВДП [15] (за 2020 рік портфель ОВДП на їхніх балансах зріс на 180,1 млрд грн. (більш як у півтора рази) (рис. 8).

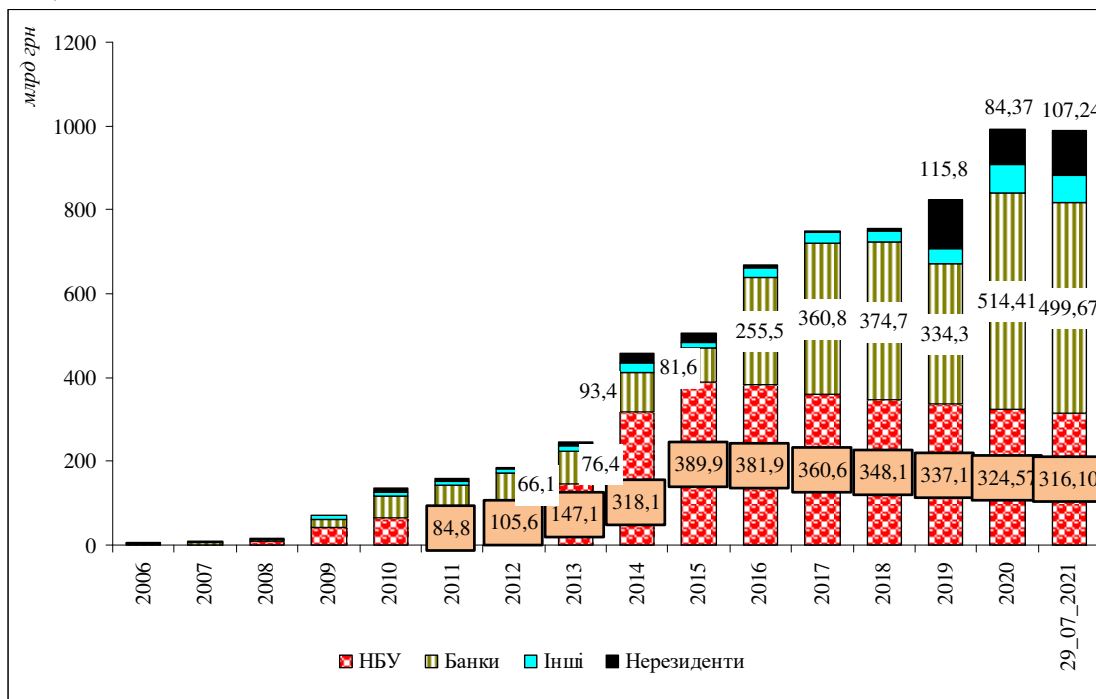


Рис. 8. ОВДП, що перебувають в обігу, за сумою основного боргу, на кінець періоду, млрд грн
Джерело: побудовано за даними НБУ

Функцію кредитної підтримки малого, а потім і середнього бізнесу в умовах коронакризи взяв на себе уряд, адаптуючи до цієї мети ухвалені у січні 2020 р. порядок надання фінансової підтримки суб'єктам малого бізнесу [16], який, своєю чергою, став частиною державної програми «Повертайся і залишайся», націленої на повернення трудових мігрантів шляхом полегшення умов для створення і ведення власного малого бізнесу в Україні. Якщо початково єдиною метою програми «Доступні кредити 5-7-9» було надання кредитів суб'єктам мікро- і малого підприємництва на інвестиційні цілі, то в умовах коронакризи на період дії карантинних заходів та протягом 90 днів з дня їхнього скасування було додано ще два механізми державної кредитної підтримки, а коло реципієнтів було розширено за рахунок суб'єктів середнього бізнесу. Перший механізм – це антикризові кредити на інвестиційні цілі, пов'язані з виробництвом лікарських засобів, медичних виробів та обладнання, рефінансування заборгованості за кредитами на ці цілі і фінансування оборотного капіталу суб'єктів мікро-, малого і середнього підприємництва (ММСП) під 0% на період дії карантину плюс 90 днів, а надалі під 3%. Другий механізм – рефінансування заборгованості ММСП за діючими кредитами під 3% річних до дати погашення [16].

Станом на 16 серпня 2021 р. учасниками програми стали 35 банків, які видали кредитів на суму 56,7 млрд грн. [17] Як показують наші розрахунки за даними Міністерства фінансів України, понад половину з цього обсягу (52%) становлять антикризові кредити під 3%; 35,6% – кредити рефінансування і 12,1% – інвестиційні кредити [18].

За цими загальними даними криються значні відмінності у використанні програми різними групами банків і окремими банками. Так, найбільші частки інвестиційних кредитів у структурі наданих доступних кредитів спостерігаємо у державних банків (47,5% в Укргазбанку; 31,6% у Приватбанку; 23,9% – в Ощадбанку і 15,5% в Ексімбанку) (рис. 9). Лідером за обсягом інвестиційних кредитів став Приватбанк. У портфелі інших банків цей компонент займає значно меншу питому вагу. Скажімо, лідер за обсягами наданих в межах програми кредитів банк з іноземним капіталом Райффайзен Банк Аваль надав на інвестиційні цілі лише 3,8% таких кредитів.

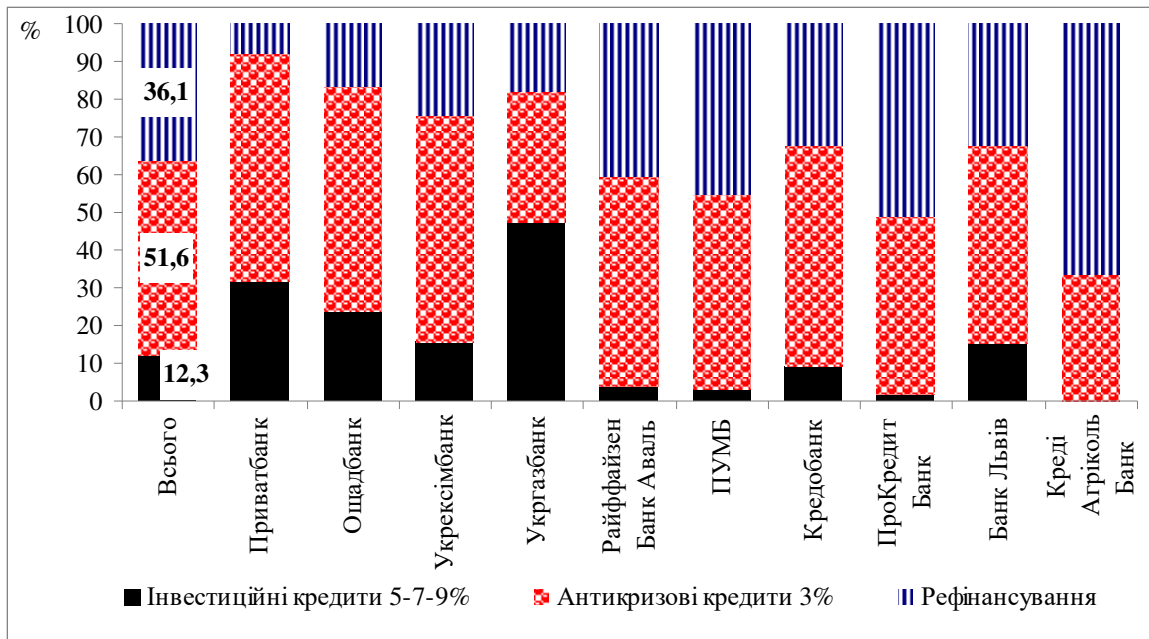


Рис. 9. Структура кредитів, наданих банками у межах програми «Доступні кредити 5-7-9», за цільовим спрямуванням, частки в обсязі наданих кредитів станом на 9 серпня 2021 р., %
Джерело: розраховано автором за даними Міністерства фінансів України

При цьому 45% загального обсягу таких кредитів припадає на агросектор, 25% – на торгівлю і 17% – на переробну промисловість [17].

Іманентним таким програмам ризиком є їхнє використання на цілі, що лише формально відповідають меті програми. Таке відхилення можна спостерігати і за програмою «Доступні кредити 5-7-9». З одного боку, зміщення від інвестиційних кредитів до кредитів на поточну діяльність і рефінансування діючих кредитів було зумовлене викликами коронакризи і карантинних обмежень, до яких було адаптовано цю програму. З іншого боку, Форум провідних міжнародних фінансових установ, що представляє інтереси 12 українських банків – учасників міжнародних банківських груп, закликає уряд до згортання цієї програми через неефективне використання бюджетних коштів, фінансові ризики для реципієнтів і деформацію конкурентного середовища. Серед недоліків у реалізації програми Форум виділяє: 1) низький відсоток інвестиційних кредитів; 2) високу частку кредитів прибутковому бізнесу, як-от агросектору, який майже не постраждав від коронакризи; 3) використання невеликими банками, які кредитують під вищі відсотки, державної програми для покращення конкурентної позиції і банками з високою часткою непрацюючих кредитів – для погашення відсотків за цими кредитами з бюджетних коштів; 4) високі ризики для позичальників у разі недофінансування Фонду підтримки підприємництва [19]. Попри існування об'єктивних викривлень у реалізації програми, слід все ж зазначити, що така категорична реакція саме банків з іноземним капіталом значною мірою зумовлена саме посиленням конкуренції з вітчизняними банками, в тому числі за підприємства агросектора. Найнижчі частки інвестиційних кредитів характерні саме для банків міжнародних банківських груп, а значні обсяги кредитів рефінансування і антикризових кредитів, виданих ними в межах програми, свідчать про захисну стратегію – втримання клієнтів від переходу в інші банки, де можна було рефінансуватися під 0 або 3% чи отримати дешевий антикризовий кредит. Бізнес-моделі банків з іноземним капіталом втілюють лібертаріанську ідеологію з її невірою в ефективність економічної політики держави.

Ще одним напрямком включення держави у кредитне стимулювання та кредитну підтримку інклюзивності української економіки став запуск з березня 2021 р. державної програми «Доступна іпотека під 7%». За умовами програми, такі кредити надаються строком до 20 років на придбання житла на первинному та вторинному ринку, введеного в експлуатацію з 2018 р. [20].

За даними проведеного Державною службою статистики опитування, у 2020 р. в Україні 49,3% населення мешкали у перенаселеному житлі, а для великих міст цей показник становив 59,6%; 4,8% домогосподарств наймали житло у фізичних осіб (у містах – 7,1%); 2,1% – мешкали у гуртожитках [21]. Є підстави вважати, що усі ці оцінки є досить заниженими, оскільки значна частина населення з житловими проблемами через власний непевний статус перебуває поза межами реєстрів і вибірок для опитувань. За даними опитування, проведеного фондом Держмолодьжитло та Інститутом демографії та соціальних досліджень імені М.Птухи НАН України, саме наявність власного житла для 57,1% респондентів стала б стримуючим фактором від еміграції за кордон [22].

При цьому обсяг заборгованості за іпотечними житловими кредитами в Україні на кінець 2019 р. становив лише 0,67% ВВП (і це з урахуванням валютних іпотек, які давно не обслуговуються), що значно менше від показників не лише розвинутих економік, але й економік з ринками, що формуються (рис. 10).

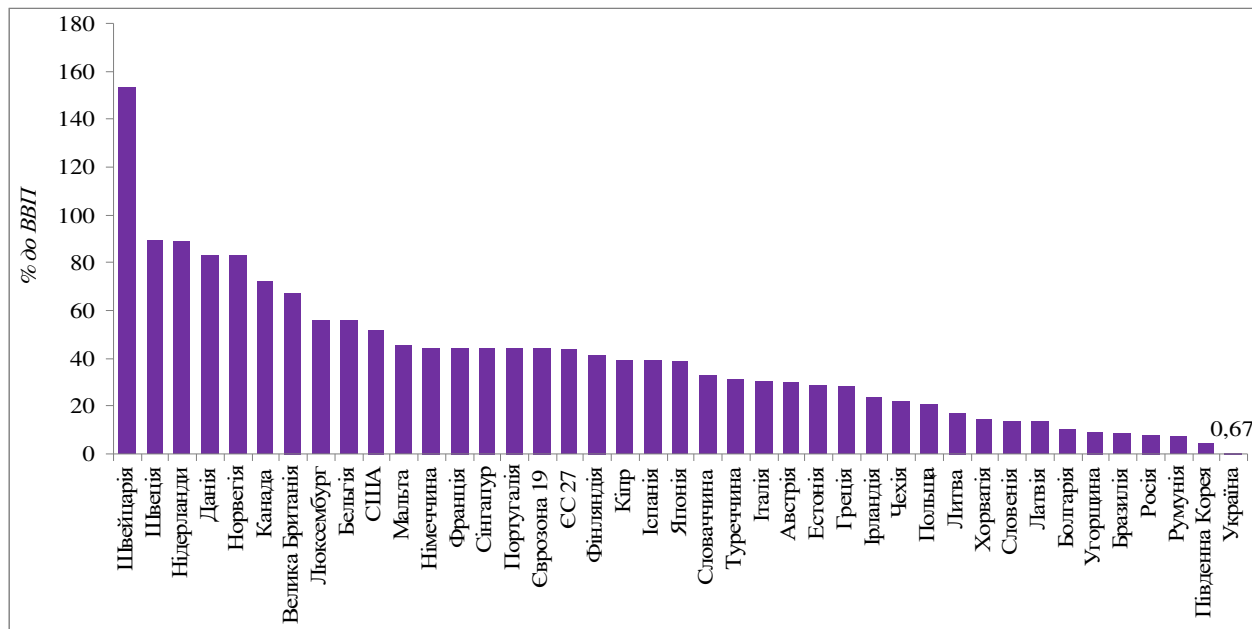


Рис. 10. Загальна сума непогашених житлових іпотечних кредитів до ВВП, 2019 рік, %
Джерело: побудовано за даними European Mortgage Federation, НБУ

Середня ж ставка за іпотечними житловими кредитами у 2019 р. в Україні була однією з найвищих (рис. 11).

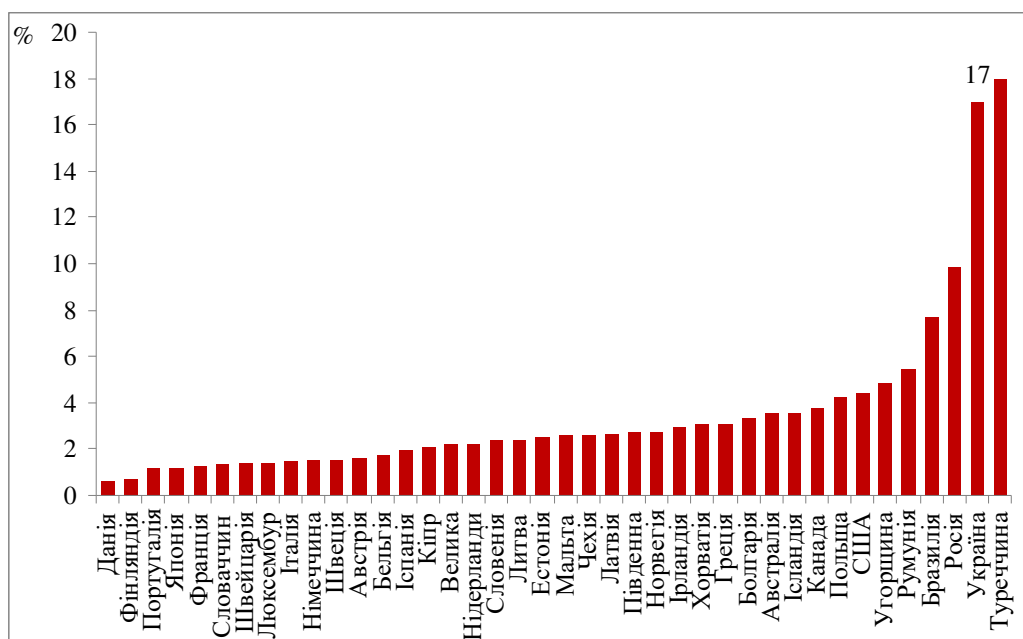


Рис. 11. Середня ставка за іпотечними житловими кредитами, 2019 рік, %
Джерело: побудовано за даними European Mortgage Federation, НБУ

Запуск державної програми забезпечення доступним житлом висвітлює комплекс проблем, що перешкоджають стимулюванню економіки і виконанню соціальних цілей за допомогою іпотечного кредитування. Ось лише деякі з них:

1) неврегульованість системи контролю за будівництвом житла (незадовільна діяльність Державної архітектурно-будівельної інспекції [23] та її тривала реформа, що гальмувала видачу дозволів на будівництво; невідповідність оновлених державних будівельних норм застарілим генеральним планам міст і т.п.). Через це будівництво нерідко починається і триває без наявності усіх необхідних дозволів. За оцінками компанії Monitor.Estate, близько половини новобудов за період 2020 та перший квартал 2021 р. у найбільших містах України можна за різними критеріями віднести до категорії «проблемних» [24];

2) неврегульованість первинного ринку нерухомості, зокрема:

- неврегульованість права власності на об'єкти незавершеного будівництва (відсутність надійної і прозорої системи фіксації прав власності на такі об'єкти), що уможливорює зміни технічних характеристик об'єктів без згоди інвестора, множинний перепродаж, оскарження права власності інвестора на майбутню нерухомість та інші порушення прав інвесторів;

- непорядкованість механізмів фінансування будівництва житла і контролю за використанням коштів інвесторів, унаслідок чого будівництво житла може фінансуватися за принципом фінансової піраміди або у спосіб, не передбачений Законом «Про інвестиційну діяльність», що дозволяє оскаржити майнові права інвестора. Сучасні механізми фінансування будівництва з метою оптимізації оподаткування або і з відверто шахрайськими намірами передбачають існування різноманітних інвестиційних схем, коли покупець об'єкту незавершеного будівництва віддалений від забудовника одним або кількома посередниками, і правовідносини покупця з цими посередниками нерідко вже не класифікуються як придбання житла, що ускладнює захист прав інвестора [25];

- відсутність стандартів розкриття інформації забудовником про об'єкт незавершеного будівництва;
- відсутність гарантування виконання замовником будівництва зобов'язань перед інвесторами;

3) відсутність другого рівня іпотечного ринку, де відбувається рефінансування іпотечних кредитів шляхом емісії іпотечних паперів. Як зазначає Президент Національної іпотечної асоціації С. Волков, іпотечні облігації дають можливість залучити довгостроковий ресурс і зафіксувати ставку за іпотечними кредитами у вузьких межах, забезпечують можливість нарощувати обсяги іпотечного кредитування, а також знижують ризики, та, відповідно, відсоткові ставки за рахунок інструментів хеджування, що використовуються на ринку цінних паперів [26];

4) недорозвинутість інших інституцій ринку цінних паперів, які є якірними інвесторами в іпотечні цінні папери, таких як недержавні пенсійні фонди;

5) низький рівень доходів населення, особливо тих домогосподарств, які найбільше потребують житла, відносно вартості нерухомості, що навіть за низьких відсоткових ставок ускладнює погашення основної суми боргу за іпотечними кредитами.

Обраний державою на сучасному етапі шлях до доступного житла також містить ряд обмежень. Як зазначає О.Синельников, «Порядок здешевлення вартості іпотечних кредитів», затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 27 січня 2021 р., не є державною програмою, тому не має чіткої мети, строків і фінансових гарантій її реалізації, а відповідна стаття бюджетних витрат не належить до захищених. Окрім того, вказує автор, пільгове кредитування надається на купівлю житла на первинному ринку з усіма його ризиками і на дуже вузькому і дорогому сегменті вторинного ринку – введеного в експлуатацію житла з 2018 року [27]. Це навряд чи характеризує цей механізм як інструмент посилення інклюзивності вітчизняної економіки.

В умовах низької інституційної спроможності і довіри до інститутів в Україні частина монетарно-фінансового стимулюючого імпульсу втрачається, про що свідчить істотне і стійке перевищення з 2014 р. обсягу іноземної валюти поза банками над обсягом грошової маси М3, перерахованим у доларовому еквіваленті. Свого піку – 113,7 млрд дол. – величина М3 у доларовому еквіваленті досягла у 2013 р., а в кінці березня 2021 р. становила 66,4 млрд дол., тоді як обсяг іноземної валюти поза банками, за даними Міжнародної інвестиційної позиції, в цей час досяг рекордного з 2000 р. значення – 94,2 млрд дол. (рис. 12).

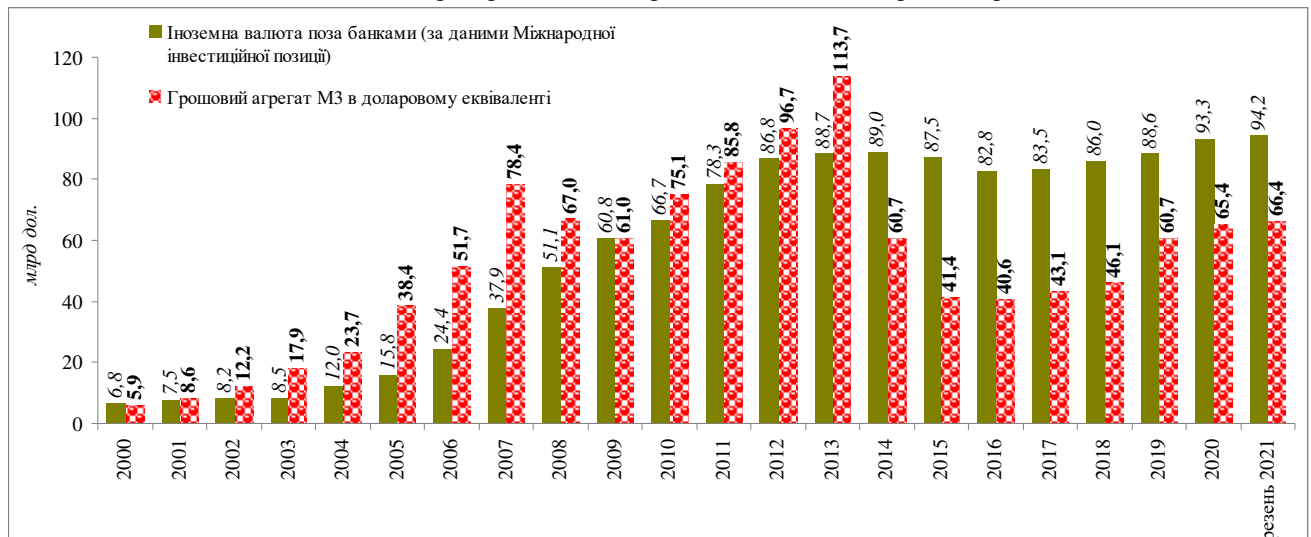


Рис. 12. Широка грошова маса М3 в доларовому еквіваленті та іноземна валюта поза банками, млрд. дол.

Джерело: розраховано за даними НБУ

Висновки. В розвинутих ринкових економіках з глибокими і диверсифікованими фінансовими ринками потенціал підвищення ефективності монетарних і фінансових механізмів економічного стимулювання на сучасному етапі криється у збільшенні ролі антициклічної фіскальної політики, посиленні гнучкості монетарної політики в умовах нової монетарної нормальності та викликів, що вимагають активної політики стимулювання і перерозподілу (зростання нерівності, структурні деформації в економіці, проблеми з наданням деяких суспільних благ, зниження темпів зростання продуктивності праці, пандемія Covid-19 та ін.) та у проведенні інституційних реформ, націлених на покращення забезпечення суспільними благами.

В економіках з ринками, що формуються, потенціал макроекономічного стимулювання обмежується через його більш потужний вплив на обмінні курси – з огляду на значну залежність цих країн від споживчого імпорту, слабкіше заякорені інфляційні очікування, офшоризацію, залежність їхніх фінансових ринків від

міжнародних фінансових організацій і зовнішніх портфельних інвесторів з низькою довірою до інституційної спроможності цих держав освоїти стимулюючий імпульс всередині країни [2]. Надзвичайно потужна монетарно-фіскальна державна підтримка провідних економік і більш активна, ніж під час ГФК, політика в багатьох економіках з ринками, що формуються, частково можуть розширити потенціал такого стимулювання в останній групі країн, за рахунок збільшення терпимості до неї міжнародних кредиторів. І все ж, фіскальний простір і можливість монетарного стимулювання без зростання інфляційних очікувань у цій групі країн є меншими, ніж у розвинутих економіках. Натомість значний ефект можуть дати, з одного боку, інституційні реформи, які збільшують стійкість економіки і розблоковують перешкоди на шляху стимулюючих імпульсів, а з іншого боку, величезний потенціал криється у розвитку інституцій, таких як банки розвитку, які збільшують ефективність взаємодії цих економік з глобальним ринком капіталу. Як зазначається у дослідженні *International Research Initiative on Public Development Banks*, державні банки розвитку перебувають між державою і ринком, глобальними фінансами і державною політикою, оскільки спрямовують ринкові інструменти на досягнення цілей розвитку [28]. Перевага таких інституцій перед державними програмами і тим більше тимчасовими механізмами фіскально-монетарного стимулювання полягає також у довгостроковості, стійкості і економії бюджетних коштів.

Список використаних джерел.

1. Кричевська Т. О. Логіко-історичний розвиток інституту довіри у грошово-кредитній сфері. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.01. Київ, 2020. 612 с. URL: http://ief.org.ua/?attachment_id=8768
2. Кричевська Т.О. Корекція монетарної політики під впливом коронакризи та довгострокових чинників. *Економічна теорія*. 2021. № 2. С. 65–92.
3. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. As amended effective August 27, 2020. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>
4. Powell J. H. New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review. *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*. An economic policy symposium, Jackson Hole, Wyoming. August 27, 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>
5. Christine Lagarde, President of the ECB, Luis de Guindos, Vice-President of the ECB press conference. Frankfurt am Main, 8 July 2021. *European Central Bank*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708-ab68c3bd9d.en.html>
6. An overview of the ECB's monetary policy strategy. *European Central Bank*. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01-d813529721.en.html
7. Skidelsky R. The Central Banker's New Clothes. *Project Syndicate*. May 18, 2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-fiscal-policy-is-now-driving-monetary-policy-by-robert-skidelsky-2021-05?barrier=accesspaylog>
8. Гриценко А.А. Архітектоніка економічної безпеки: монографія. Київ: ДУ «Ін-т екон. та прогнозів. НАН України», 2017. 224 с.
9. Кораблін С., Шумська С. Структурна вразливість та фінансова нестабільність України: глобальний контекст. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 4. С.7–37.
10. Пасхавер О.Й., Верховодова Л.Т., Агеєва К.М. Українська приватизація: групи інтересів, причини кризи, шляхи її подолання. Київ: Центр економічного розвитку, 2008. 85 с.
11. Дробязко А., Ормоцадзе М. Співавтори катастрофи: хто виграв від банкрутства банків в Україні. Спеціальне розслідування Forbes: історія банківської системи та її найбільші боржники. *Forbes*. 2.02.2017. URL: <https://galfinance.info/banki-i-finansi/2017/02/02/spivavtori-katastrofi-xto-vigrav-vid-bankrutstva-bankiv-v-ukraini/>
12. Яницкий А., Стег Г. Приватная история: Взлет и падение крупнейшего частного банка Украины. Киев: Брайт Стар Паблшинг, 2018. 224 с.
13. Коляда Т., Прозоров Ю. Створення українського банку реконструкції та розвитку як вихід з інституціональної пастки на шляху залучення інвестицій в економіку України. *Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки*. 2003. № 12. С. 33–38.
14. Зрозуміти та відпустити: Причини і результати «великого банківського очищення». *Національний банк України*. URL: <https://badbanks.bank.gov.ua/>
15. Чорний Р. Юрій Гелетій: «Україна – дуже приваблива юрисдикція для банківського бізнесу». 17.05.2021. *FinclubTalk*. URL: <https://finclub.net/ua/projects/finclubtalk/yurii-heletii-ukraina-duzhe-pryvablyva-iurysdyktsiia-dlia-bankivskoho-biznesu.html>
16. Порядок надання фінансової державної підтримки суб'єктам малого та середнього підприємництва. Постанова Кабінету Міністрів України від 24.01.2020. № 28. *Верховна Рада України. Законодавство України*. Дата оновлення: 16.07.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-%D0%BF#Text> (дата звернення: 16.08.2021).
17. Програма 5-7-9: кількість банків, що видають доступні кредити бізнесу, зростає. *Міністерство економіки України*. 16.08.2021. URL: <https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=309db0de-778a-4827-bc97-d3bfe5e98b4d&title=Programa5-7-9-KilkistBankiv-SchoVidaiutDostupniKreditiBiznesu-Zrosta>
18. Доступні кредити 5-7-9%: за тиждень 343 кредитні угоди на 899 млн грн + Інфографіка. *Міністерство фінансів України*. URL: https://www.mof.gov.ua/uk/news/dostupni_krediti_5-7-9_za_tizhden_343_kreditni_ugodi_na_899 mln_grn_infografika-3026

19. Банкіри пропонують згорнути доступні кредити «5-7-9%». *Financial Club*. 10.08.2021. URL: <https://finclub.net/ua/news/bankiri-proponuyut-zgornuti-programu-dostupnikh-kreditiv-5-7-9protsen.html>
20. Порядок здешевлення вартості іпотечних кредитів. Постанова Кабінету Міністрів України від 24.01.2020 № 28. *Верховна Рада України. Законодавство України*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/63-2021-%D0%BF#Text> (дата звернення: 16.08.2021).
21. Соціально-демографічні характеристики домогосподарств України у 2020 році. *Державна служба статистики України*. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2020/zb/07/zb_cdhd_20.pdf
22. Комнатний С. Люди готові навіть на багатолітнє «іпотечне ярмо» – достатньо лише запропонувати їм реально доступні варіанти! *Дзеркало тижня*. 23.06.2021. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/ljudi-hotovi-navit-na-bahatorichne-ipotechne-jarmo-dosit-usoho-lishe-zaproponuvati-jim-realno-dostupni-varianti.html>
23. Козловська Н. Чим відрізняється ДІАМ від ДАБІ, або як вдвічі збільшити інвестиції у будівельну галузь. 17.06.2021. *LB.ua*. URL: https://lb.ua/economics/2021/06/15/487095_chim_vidriznyaietsya_diam_vid_dabi_abo.html
24. Кількість новобудов у найбільших містах України за останні 5 кварталів збільшилася на 28% – дослідження. *Mind*. 26.04.2021. URL: <https://mind.ua/news/20225312-kilkist-novobudov-u-najbilshih-mistah-ukrayini-za-ostanni-5-kvartaliv-zbilshilasya-na-28-doslidzhe>
25. Беба Ю. Понад 50% київських ЖК вважають «проблемними». Як зрозуміти, що забудовник не кине мене з квартирою. *The Village*. 3.08.2021. URL: <https://www.the-village.com.ua/village/city/instruction/314503-yak-pereviriti-zabudovnika-pered-kupivleyu-kvartiri>
26. Волков С. Perezavantazhenja ukrajinskoji ipoteki. *Дзеркало тижня*. 14.06.2021. URL: <https://zn.ua/ukr/finances/perezavantazhenja-ukrajinskoji-ipoteki.html>
27. Синельников О. Під фанфари. *Дзеркало тижня*. 3.04.2021. URL: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/pid-fanfari.html>
28. Xu J., Marodon R., Ru X. Identifying and Classifying Public Development Banks and Development Finance Institutions. *International Research Initiative on Public Development Working Paper*. November 2020. № 192. URL: <https://www.afd.fr/en/ressources/identifying-and-classifying-public-development-banks-and-development-finance-institutions>

References.

1. Krychevska, T.O. (2020), “The logical-historical development of trust institution in monetary sphere”, Ph.D. Thesis, Economic theory and history of economic thought, State Organization, Institute of Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine, Kyiv, Ukraine.
2. Krychevska, T.O. (2021). “Correction of monetary policy under the influence of corona crisis and long-term factors”, *Ekonomichna teoriia*, vol. 2, pp. 65–92.
3. The official site of Board of Governors of the Federal Reserve System (2020), “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy”, As amended effective, August 27, available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm> (Accessed 12 July 2021).
4. Powell, J. (2020), “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review”, *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*. An economic policy symposium, Jackson Hole, Wyoming, [Online], available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm> (Accessed 12 July 2021).
5. The official site of European Central Bank (2021), “Christine Lagarde, President of the ECB, Luis de Guindos, Vice-President of the ECB Press Conference”, European Central Bank, Frankfurt am Main, 8 July, available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html> (Accessed 21 July 2021).
6. The official site of European Central Bank (2021), “An overview of the ECB’s monetary policy strategy”, available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202105_01~d813529721.en.html (Accessed 12 July 2021).
7. Skidelsky, R. (2021), “The Central Banker’s New Clothes”, *Project Syndicate*, [Online], May 18, available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-fiscal-policy-is-now-driving-monetary-policy-by-robert-skidelsky-2021-05?barrier=accesspaylog> (Accessed 2 June 2021).
8. Hrytsenko, A.A. (2017), *Arkhitektonika ekonomichnoi bezpeky: monohrafiia*. [Architectonics of economic security: a monograph], DU “In-t ekon. ta prohnouzuv. NAN Ukrainy”, Kyiv, Ukraine.
9. Korablin, S. and Shumska, S. (2018), “Structural vulnerability and financial instability in Ukraine: global context”, *Ekonomika i prohnouzuvannia*, vol. 4, pp. 7–37.
10. Paskhaver, O.J., Verkhovodova, L.T. and Aheieva, K.M. (2008), *Ukrains'ka pryvatyzatsiia: hrupy interesiv, prychny kryzy, shliakhy ii podolannia* [Ukrainian privatization: interest groups, causes of the crisis, ways to overcome it], Tsentralnomy ekonomichnoho rozvytku, Kyiv, Ukraine.
11. Drobiazko, A. and Ormotsadze, M. (2017), “Co-authors of the catastrophe: who benefited from the bankruptcy of banks in Ukraine. Forbes Special Investigation: The history of the banking system and its biggest debtors”, *Forbes*, [Online], 2 February, available at: <https://galfinance.info/banki-i-finansi/2017/02/02/spivavtorikatastrofi-xto-vigrav-vid-bankrutstva-bankiv-v-ukraini/> (Accessed 21 July 2021).
12. Janickij, A. and Stek, G. (2018), *Privatnaja istorija: Vzlet i padenie krupnejshego chastnogo banka Ukrainy*. [Private history: The rise and fall of the largest private bank in Ukraine], Brajt Star Pabliishing, Kiev, Ukraine.

13. Koliada, T. and Prozorov, Yu. (2003), "Establishment of the Ukrainian Bank for Reconstruction and Development as a way out of the institutional trap on the way to attracting investment into ukrainian economy", *Naukovyj visnyk Volyns'koho derzhavnoho universytetu im. Lesi Ukrainky*, vol. 12, pp. 33–38.
14. The official site of the National bank of Ukraine (2020), "To understand and let them go: The Causes and Results of the "Great Bank Cleanup", available at: <https://badbanks.bank.gov.ua/> (Accessed 21 July 2021).
15. Chornyj, R. (2021), "Yurij Heletij: Ukraine is a very attractive jurisdiction for the banking business", *FinclubTalk*, [Online], 17 May, available at: <https://finclub.net/ua/projects/finclubtalk/yurii-heletii-ukraina-duzhe-pryvablyva-iurysdyktsiia-dlia-bankivskoho-biznesu.html> (Accessed 21 July 2021).
16. Cabinet of Ministers of Ukraine (2020), "Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine "Procedure for providing financial state support to small and medium enterprises"", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-%D0%BF#Text> (Accessed 16 August 2021).
17. The official site of Ministry of economy of Ukraine (2021), "Program 5-7-9: the number of banks issuing affordable business loans is growing", available at: <https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=309db0de-778a-4827-bc97-d3bfe5e98b4d&title=Programa5-7-9-KilkistBankiv-SchoVidaiutDostupniKreditiBiznesu-Zrosta> (Accessed 17 August 2021).
18. The official site of Ministry of Finance of Ukraine (2021), "Affordable loans 5-7-9%: 343 credit agreements for UAH 899 million per week + Infographics", 16 August, available at: <https://www.mof.gov.ua/uk/news/dostupni-krediti-5-7-9-za-tizhden-343-kreditni-ugodi-na-899-mln-grn-infografika-3026> (Accessed 17 August 2021).
19. Financial Club (2021), "Bankers offer to curtail the affordable loans "5-7-9%", 10 August, available at: <https://finclub.net/ua/news/bankiri-proponuyut-zgornuti-programu-dostupnikh-kreditiv-5-7-9protsen.html> (Accessed 17 August 2021).
20. Cabinet of Ministers of Ukraine (2020), Resolution o" "The procedure for reducing the cost of mortgage loans", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/63-2021-%D0%BF#Text> (Accessed 16 August 2021).
21. The official site of State Statistics Service of Ukraine (2020), "Socio-demographic characteristics of Ukrainian households in 2020", available at: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2020/zb/07/zb_cdhd_20.pdf (Accessed 16 August 2021).
22. Komnatnyj, S. (2021), "People are even ready for a long-term "mortgage yoke" – just offer them really affordable options!", *Dzerkalo tyzhnia*, [Online], 23 June, available at: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/ljudi-hotovi-navit-na-bahatorichne-ipotechne-jarmo-dosit-usoho-lishe-zaproponuvati-jim-realno-dostupni-varianti.html> (Accessed 16 July 2021).
23. Kozlovs'ka, N. (2021), "How is DIAM different from DABI, or how to double investment in the construction industry", *LB.ua*, [Online], 17 June, available at: https://lb.ua/economics/2021/06/15/487095_chim_vidriznyaetsya_diam_vid_dabi_abo.html (Accessed 16 July 2021).
24. Mind (2021), "The number of new buildings in the largest cities of Ukraine over the past 5 quarters increased by 28% – a study", 26 April, available at: <https://mind.ua/news/20225312-kilkist-novobudov-u-najbilshih-mistah-ukrayini-za-ostanni-5-kvartaliv-zbilshilasya-na-28-doslidzhe> (Accessed 15 June 2021).
25. Beba, Yu. (2021), "More than 50% of Kyiv's residential complexes are considered "problematic". How to understand that the developer will not deceive me", *The Village*, [Online], 3 August, available at: <https://www.the-village.com.ua/village/city/instruction/314503-yak-pereviriti-zabudovnika-pered-kupivleyu-kvartiri> (Accessed 16 August 2021).
26. Volkov, S. (2021), "Resetting the Ukrainian mortgage", *Dzerkalo tyzhnia*, [Online], 14 June, available at: <https://zn.ua/ukr/finances/perezavantazhennja-ukrajinskoji-ipoteki.html> (Accessed 17 June 2021).
27. Synel'nykov, O. (2021), "With a bang", *Dzerkalo tyzhnia*, [Online], 3 April, available at: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/pid-fanfari.html> (Accessed 17 June 2021).
28. Xu, J., Marodon, R. and Ru, X. (2020), "Identifying and Classifying Public Development Banks and Development Finance Institutions". *International Research Initiative on Public Development Working Paper*, [Online], vol. 192, available at: <https://www.afd.fr/en/ressources/identifying-and-classifying-public-development-banks-and-development-finance-institutions> (Accessed 17 August 2021).

Стаття надійшла до редакції 20.08.2021 р.