

Макаров О.Ю.

аспірант кафедри банківської справи та страхування
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
проспект Перемоги, 54/1, м. Київ, Україна
e-mail: olegmakarov95@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0001-9796-8736>

МОНЕТИЗАЦІЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: РЕТРОСПЕКТИВА, ПОТОЧНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ ТРАНСФОРМАЦІЇ

Makarov Oleg

PhD student in Department of Banking and Insurance
KNEU named after Vadym Hetman
Peremohy avenue, 54/1, Kyiv, Ukraine
e-mail: olegmakarov95@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0001-9796-8736>

MONETIZATION OF UKRAINE'S ECONOMY: RETROSPECTIVE, CURRENT STATE AND TRANSFORMATION PERSPECTIVES

Анотація. Стаття присвячена дослідженню монетарного забезпечення економіки України та визначенню детермінант ремонетизації і демонетизації економіки шляхом здійснення ретроспективного аналізу. Вбачається, що зростання рівня монетизації економіки виступає важливим елементом для забезпечення стійкого економічного розвитку, та як наслідок, добробуту суспільства. Кризові процеси, що були викликані пандемією COVID-19, свідчать про необхідність розширення раніше здійснених досліджень за даною тематикою.

Здійснений ретроспективний аналіз вказує на збереження високого рівня готівки в структурі грошової маси та її зростання під час кризових процесів на тлі падіння рівня довіри до фінансової системи. Визначено, що частки грошових агрегатів M1 і M2 у структурі грошової маси містять обернену залежність. Водночас, базуючись на історичних даних, грошовий агрегат M2 характеризується як основний для нарощення монетизації економіки. Характер і циклічність монетарної політики, який визначається шляхом оцінки реальної процентної ставки Національного банку України, не завжди має прямий вплив на монетизації економіки України, тоді як динаміка банківського кредитування виступає основним драйвером процесів ремонетизації та демонетизації. Тривале падіння банківського кредитування у відношенні до ВВП, що унаслідуюється від кризи 2014-2015 років, спричинене накопиченими системними проблемами у банківській системі та екзогенними нефінансовими факторами, досі формує негативний вплив на кредитування.

У рамках дослідження підтверджено необхідність забезпечення цінової стабільності, що може бути досягнуто шляхом проведення ефективної політики інфляційного таргетування, оскільки таким чином вбачається створення умов для зростання кредитування у майбутньому; наголошено на необхідності проведення політики зниження готівки у структурі грошової маси; запропоновано забезпечити зростання грошового агрегату M2 у структурі грошової маси для подальшої ремонетизації економіки через збільшення строкового фондування банків; пропонується збільшити

періодичність перегляду регуляторних вимог до банків у частинні вимог до позичальників з метою спрощення доступу до кредитного ресурсу підприємствами.

Ключові слова: монетизація економіки, грошово-кредитна політика, макропруденційна політика, грошовий обіг, кредитування, грошова маса, економічний розвиток

Abstract. The article is devoted to study monetization of the Ukraine's economy and designate the determinants of remonetization and demonetization of the economy by conducting a retrospective analysis. Stated that the growth of the level of monetization of the economy is an important element for ensuring sustainable economic development, and as a consequence, the welfare of society. The COVID-19 crisis indicates the need to expand previously conducted researches on this topic.

The retrospective analysis indicates the preservation of a high level of coins and notes in circulation in the money supply structure. Moreover, the growth of the monetary aggregate M0 is observed during the crisis against the background of a decrease in the level of trust to the financial system. It is concluded that the shares of monetary aggregates M1 and M2 in the structure of the money supply were changing with an inverse relationship through the history. At the same time, based on historical data, the monetary aggregate M2 is characterized as the essential factor for the monetization of the economy increase. The cyclically nature of monetary policy, which is determined via measurement of the real interest rate of the National Bank of Ukraine, does not always have a direct impact on the monetization of the Ukrainian economy. In turn, the bank lending is the main driver of remonetization and demonetization processes. The prolonged drop in bank lending in relation to GDP, which inherited from the 2014-2015 crisis and caused by accumulated systemic problems in the banking system, as well as exogenous non-financial factors, still forms a negative impact on lending.

The study confirms the need to ensure price stability, what can be conducted via inflation targeting policy for further formation of favourable conditions for lending growth. It is proposed to pursue a policy of reducing banknotes and coins in the structure of the money supply; to ensure the growth of the monetary aggregate M2 in the structure of the money supply for further remonetization of the economy by increasing banks term funding; to increase the revision frequency of regulatory requirements regarding methodology for assessing the borrowers' creditworthiness.

Keywords: monetization of the economy, monetary policy, macroprudential policy, money circulation, lending, money supply, economic development

JEL Codes: E41, E51, E52, E58

Постановка проблеми. Монетарне забезпечення економіки у контексті формування стійкого економічного розвитку є важливим процесом для сприяння зростання добробуту суспільства. З огляду на динамічну зміну рівня монетизації економіки України у часі — стрімке зростання 2000-2007 років і падіння 2014-2018 років, у контексті присутніх циклічних патернів, визначення детермінант, що призводять до ремонетизації, або навпаки, до демонетизації економіки, є значущим у контексті належного управління процесом монетизації економіки.

Ретроспективний аналіз та оцінка поточного стану монетизації економіки України постає основною базою для визначення перспективних напрямів і кроків трансформації для сприяння ремонетизації економіки.

Аналіз досліджень і публікацій. Питання монетарного забезпечення економіки, а також визначення детермінант попиту і пропозиції на гроші, досліджується міжнародною та вітчизняною науковою спільнотою. Особливості монетизації економіки України вивчають В. Д. Базилевич, С.І. Березна, М. І. Диба,

Н.В. Жмурко, В.В. Коваленко, А.О. Комарницька, Ю.В. Краснянська, С.В. Леонов, І.М. Льон, О.М. Мельник, В.І. Міщенко, С.В. Міщенко, С.В. Науменкова, М. І. Савлук, В. С. Стельмах, Ж.Т. Черноусова, О.В. Шишкіна.

У дослідженні економічної сутності процесу монетизації економіки та її ролі у забезпеченні стабільності фінансової системи й економічного розвитку, С.В. Міщенко доводить, що процес монетизації економіки ґрунтується на теорії попиту й пропозиції грошей, а зв'язок між рівнем монетизації та рівнем інфляції залежить від економічного циклу [1].

І.М. Льон, С.В. Науменкова та С.В. Міщенко у дослідженні умов і факторів формування циклів монетарного регулювання, які залежать від стадії економічного циклу, доводять, що для вдосконалення механізмів грошово-кредитного регулювання монетарна політика повинна домінувати над фіскальною політикою та дотримуватись збалансованих темпів приросту грошової маси, грошової бази та реального ВВП [2].

Сутність грошової маси та її структурні елементи й насиченість економіки грошима досліджено О.В. Шишкіною та Ю.В. Краснянською. На основі закордонного досвіду запропоновано оптимальне значення рівня монетизації економіки України, а першочерговим завданням грошово-кредитної політики названо забезпечення цінової стабільності, що водночас неможливе без налагодженого успішного функціонування грошової сфери, яке значною мірою залежить від стану та структури грошової маси, а також рівня монетизації економіки [3].

Н.В. Жмурко та С.І. Березна провели аналіз стану грошової маси України за період 2008–2014 років, зосередивши увагу на періоді зростання монетизації економіки та дійшли висновку про необхідність застосування технології неінфляційного збільшення грошової маси, зокрема шляхом зниження готівки, зменшення державних витрат й проведення податкової реформи [4].

С.В. Леонов дослідив демонетизацію та ремонетизацію економіки та їх наслідки для України за період з 1992 по 2008 роки в контексті оцінки інвестиційного потенціалу банківської системи [5].

Оцінюючи шляхи збільшення монетизації економіки в контексті впливу грошово-кредитного сегменту економіки на монетизацію, В.В. Коваленко дійшла висновку, що процес монетизації вітчизняної економіки повинен відбуватися за рахунок зростання банківських депозитів, зниження доларизації, кредитної активності реального сектору економіки в узгодженні зі збалансованим зростанням виробництва [6].

В. І. Міщенко та І. М. Льон, досліджуючи роль монетарного регулювання для стимулювання економічного розвитку, звертають увагу, що у 2014–2016 роках через розбалансування грошового ринку й недостатній контроль монетизації економіки НБУ зміг лише частково забезпечити виконання цілі першого рівня, тобто забезпеченні стабільності національної грошової одиниці [7].

О.М. Мельник дослідив динаміку рівня реального монетарного забезпечення економіки України, тобто монетизації економіки, та визначив основні чинники, які на нього впливають. У своєму дослідженні О.М. Мельник виокремлює три основні етапи монетарного забезпечення економіки: активне зростання 1996–2006 років, нестабільне та уповільнене зростання показників 2007–2013 років та істотне зменшення рівня реального насичення національної економіки грошовою масою 2014–2018 років [8].

На основі розроблених моделей розрахунку рівня монетизації, Ж.Т. Черноусова та А.О. Комарницька серед основних напрямів підвищення рівня монетизації економіки та її впливу на динаміку й структуру грошових агрегатів визначили розвиток суспільного виробництва і вдосконалення структури економіки, розвиток фінансового сектору, вдосконалення кредитування, поліпшення ресурсної бази банків, підвищення рівня довіри до банківської системи [9].

Методика дослідження. Теоретико-методологічною основою статті є дослідження вітчизняних науковців, статистичні та аналітичні матеріали Національного банку України (далі — НБУ) та законодавча база України. Основою для проведення дослідження постають загальнонаукові та спеціальні наукові методи, серед яких емпіричні методи дослідження — порівняння та вимірювання; теоретичні методи дослідження — аналіз і синтез, системний аналіз, індукція та дедукція й методи аналітичного й логічного узагальнення.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Високо оцінюючи дослідження процесів монетизації та монетарного забезпечення економіки України вітчизняною науковою спільнотою, беручи до уваги сучасний стан процесів монетизації в контексті кризи, викликаної пандемією COVID-19, слід звернути увагу на необхідність актуалізації розуміння детермінант ремонетизації та демонетизації з метою належної оцінки грошово-кредитної та макропруденційної політик, що реалізуються монетарною владою в особі НБУ, з метою надання рекомендацій для її поліпшення у контексті забезпечення зростання монетизації економіки України.

Метою статті є проведення ретроспективного аналізу стану монетизації та детермінант демонетизації й ремонетизації економіки України за 2000-2020 роки, виявлення основних циклів монетизації економіки України та віднайдення ефективних заходів підвищення монетарного забезпечення економіки з огляду на її поточний стан.

Виклад основного матеріалу дослідження. Рівень монетизації економіки, або монетарного забезпечення економіки, визначається як відношення грошової маси станом на кінець року до номінального ВВП країни [10]. У широкому розумінні монетизація економіки відображає стан забезпеченості економіки грошима. Разом з тим, у разі недостатності грошової маси для забезпечення процесів виробництва й споживання товарів і послуг, грошовий обіг забезпечується або шляхом зростання швидкості обертання грошей, адже даний показник є оберненим до показника монетизації економіки, або виникає поява та інтенсифікація бартерного обміну товарами та послугами, що сприяє подальшому зниженню довіри до національної грошової одиниці й як наслідок — знижує добробут суспільства.

На початку 2000 року монетизація економіки України перебувала на низькому рівні та становила 18,6 %, що понад у чотири рази нижче еталонного рівня для розвинених країн, який можна визначити як 70–80 % [3]. Низький рівень монетизації економіки на початку тисячоліття був спричинений, передусім, проведеною у 1996 році грошовою реформою, необхідність якої була викликана втратою довіри до національної валюти через гіперінфляцію, спричинену надмірною емісією грошей на тлі глибокої економічної кризи в Україні. Перехід на нову грошову одиницю дозволив НБУ вибудувати ефективну грошово-кредитну політику, що сприяла збереженню цінової стабільності та стала фундаментом економічного зростання.

На початку другого тисячоліття, з огляду на низький рівень монетизації економіки, процеси виробництва та споживання забезпечувалися, передусім, через високу швидкість обертання грошей, яка становила 5,4 оберти грошової маси за рік. Разом з тим, починаючи з 2000 по 2007 рік монетизація економіки України зростала найвищими темпами в історії, в середньому на 4,8 % за рік (рис. 1).

Світова фінансова криза 2008–2009 років виступила стримуючим фактором подальшого зростання монетизації економіки України: передусім, це було викликано зниженням темпів кредитування, падінням зовнішніх інвестицій в економіку України, девальвацією національної валюти та зростанням інфляції, що у комплексі призвело до зниження довіри до національної валюти з боку населення й відтак, зростанням обсягу готівкової іноземної валюти поза банками. З 2008 по 2013 роки середній рівень монетизації економіки становив 55,5 %, тоді як середній приріст — 1,2 % (рис. 1).

Глибока системна фінансова криза 2014–2015 років, спричинена військовою інтервенцією та структурною переорієнтацією економіки на нові ринки збуту, супроводжувалась інфляцією та девальвацією національної валюти, виведенням з ринку багатьох банків на тлі стрімкого падіння якості їх активів, похитнула довіру до національної валюти і фінансової системи загалом. В таких умовах монетизація економіки зазнала зниження з 62 % на кінець 2013 року до 35,9 % на кінець 2018 року, тобто відбувалась демонетизація економіки в середньому за рік на 5,2 % (рис. 1).

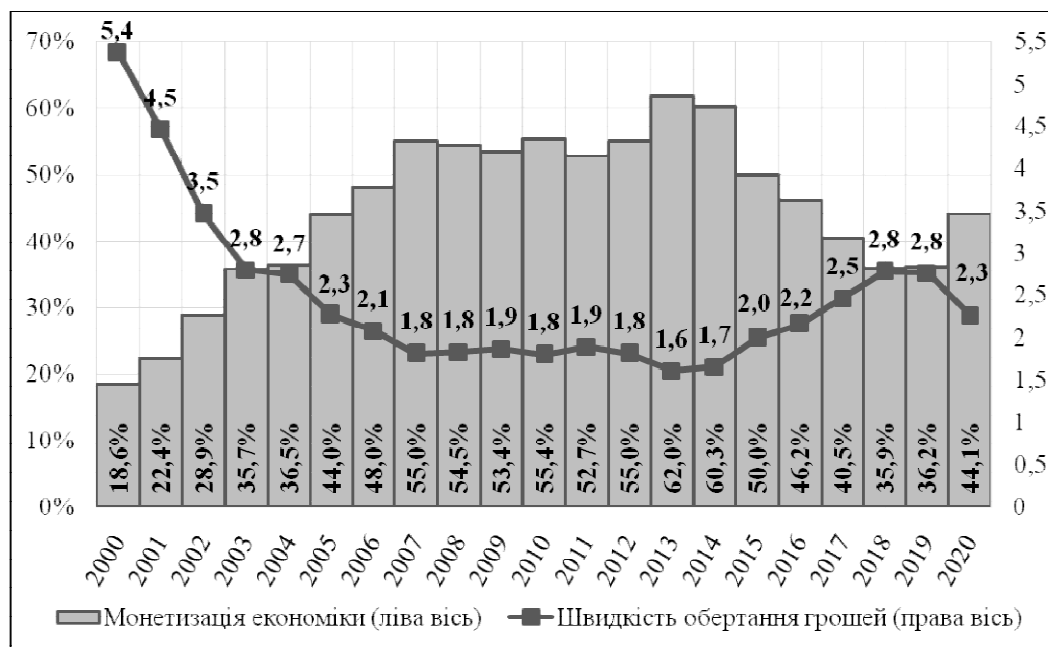


Рис. 1. Динаміка монетизації економіки та швидкості обертання грошей в Україні за 2000-2020 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [11, 12].

У 2020 році монетизація економіки України зросла до рівня 44,1 %, що стало можливим в умовах наднизької інфляції та падінні реального ВВП і незначного

зростання номінального ВВП. Разом з тим, зростання монетизації таким шляхом оцінено як негативне явище.

У контексті дослідження процесу монетизації економіки, аналіз грошової маси в розрізі грошових агрегатів дозволяє оцінити структурні зміни, що мали вплив на ремонетизацію та демонетизацію економіки. НБУ групує грошові агрегати залежно від ступеня їх ліквідності, тобто від найбільш ліквідного M0 до найменш ліквідного M3. Грошовий агрегат M0, до якого входять готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями, характеризується найвищою ліквідністю. Грошовий агрегат M1 складається з грошового агрегату M0 та переказних депозитів у національній валюті. Грошовий агрегат M2 включає грошовий агрегат M1 і переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити, а грошовий агрегат M3 складається із грошового агрегату M2 та цінних паперів за виключенням акцій (рис. 2).

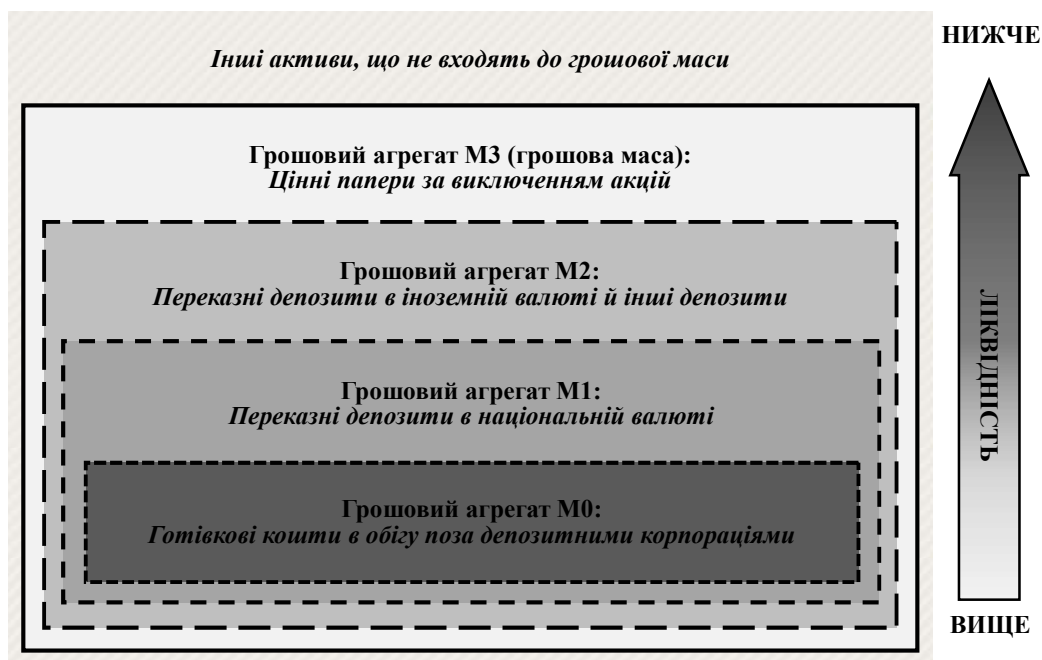


Рис. 2. Структура та ліквідність грошової маси України

Джерело: побудовано автором на основі [13].

Аналізуючи структуру грошової маси за грошовими агрегатами, передусім слід виділити готівку, частка якої залишається фактично незмінною з 2006 по 2020 роки (табл. 1). Висока частка готівки — характерне явище для країн, що розвиваються. Серед основних причин високої частки готівки можна виокремити рівень розвитку економіки та рівень розвитку безготівкових платежів; частку тіньового сектору економіки; розвиток термінальної інфраструктури; культуру, рівень грамотності населення та мотивацію до безготівкових розрахунків [14, с. 3]. Крім того, частка готівки в структурі грошової маси є однією з детермінант рівня фінансової інклюзії, а також — рівня довіри до фінансової системи країни. Очікується, що розвиток без-

готівкових платежів сприятиме розвитку доступності фінансових сервісів, що матиме позитивний ефект на монетизацію економіки [15, с. 508].

Зростання агрегату М0 характерне під час розгортання кризових процесів на тлі падіння довіри до фінансової системи: у 2008–2009 роках частка готівки зросла на 4,2 % по відношенню до 2007 року, у 2014 році — на 3,4 % по відношенню до 2013 року, а у 2020 року й по липень 2021 року — на 1,9 % по відношенню до 2019 року (табл. 1).

Таблиця 1

**ДИНАМІКА ГРОШОВОЇ МАСИ (М3) ТА СТРУКТУРИ ГРОШОВИХ АГРЕГАТІВ
В УКРАЇНІ ЗА 2000—ЛИПЕНЬ 2020 РР.**

Рік	Грошова маса (М3), млрд грн	у тому числі					
		Грошовий агрегат М0		Грошовий агрегат М1		Грошовий агрегат М2	
		млрд. грн	питома вага, %	млрд. грн	питома вага, %	млрд. грн	питома вага, %
2000	32.25	12.80	39.7	20.76	64.4	31.54	97.8
2001	45.76	19.47	42.5	29.80	65.1	45.19	98.8
2002	64.87	26.43	40.7	40.28	62.1	64.32	99.2
2003	95.33	33.12	34.7	53.27	55.9	94.60	99.2
2004	125.70	42.34	33.7	67.09	53.4	125.48	99.8
2005	194.07	60.23	31.0	98.57	50.8	193.15	99.5
2006	261.06	74.98	28.7	123.28	47.2	259.41	99.4
2007	396.16	111.12	28.0	181.67	45.9	391.27	98.8
2008	515.73	154.76	30.0	225.13	43.7	512.53	99.4
2009	487.30	157.03	32.2	233.75	48.0	484.77	99.5
2010	597.87	182.99	30.6	289.89	48.5	596.84	99.8
2011	685.51	192.66	28.1	311.05	45.4	681.80	99.5
2012	773.20	203.25	26.3	323.23	41.8	771.13	99.7
2013	908.99	237.78	26.2	383.82	42.2	906.24	99.7
2014	956.73	282.95	29.6	435.47	45.5	955.35	99.9
2015	994.06	282.67	28.4	472.22	47.5	993.81	100.0
2016	1,102.70	314.39	28.5	529.93	48.1	1,102.39	100.0
2017	1,208.86	332.55	27.5	601.63	49.8	1,208.56	100.0
2018	1,277.64	363.63	28.5	671.28	52.5	1,273.77	99.7
2019	1,438.31	384.37	26.7	770.04	53.5	1,435.22	99.8
2020	1,850.01	516.08	27.9	1,050.06	56.8	1,847.37	99.9
Лип.21	1,923.79	549.27	28.6	1,123.45	58.4	1,921.44	99.9

Джерело: побудовано автором на основі [16]

Водночас, між агрегатами М1 та М2 протягом 2000–2020 рр. спостерігається обернена залежність: з 2000 по 2008 переказні депозити в національній валюті в структурі грошової маси, які характеризують частку М1 у грошовій масі, знизилась

із 24,7 % до 13,6 %, тоді як питома вага переказних депозитів в іноземній валюті й інших депозитів, що характеризують частку M2, зросли з 33,4 % до 55,7 %. З 2008 по 2010 роки частка M1 зростає до рівня 17,9 % при одночасному зниженні частки M2 до 51,3 %, а вже в наступні 2011–2012 рр. — частка M1 знизилась до 15,5 %, тоді як частка M2 досягнула свого максимального історичного значення в 57,9 %.

З 2012 року по липень 2021 року частка M1 у структурі грошової маси характеризується нерівномірним зростанням з 15,5 % до 29,8 % із середньорічним приростом на 1,7 %, тоді як частка M2 поступово знижувалась з 57,9 % до 41,5 %, у середньому на 2 % за рік.

Аналіз окремих частин грошових агрегатів показав, що M1 є найстабільнішим грошовим агрегатом, тоді як основоположним агрегатом для процесу монетизації виступає саме M2. Так, період активної ремонетизації 2000–2007 років супроводжувався зростанням частки M2 до ВВП з 6,3 % до 29,1 %, а демонетизація 2013–2019 років відповідно падінням частки M2 до ВВП з 35,7 % до 16,7 % (рис. 3).

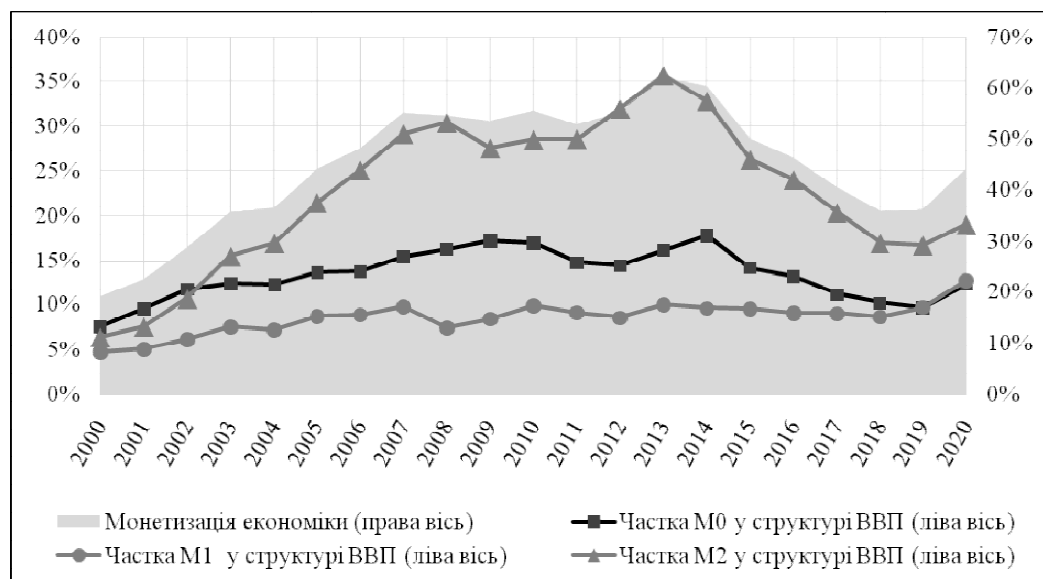


Рис. 3. Окрема частка грошових агрегатів у відношенні до номінального ВВП в Україні за 2000—2020 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [16].

Ремонетизація економіки формується за умови збереження темпу зростання грошової маси понад темп зростання номінального ВВП. Період ремонетизації економіки України, який спостерігався у 2000—2007 роках, характеризується значним перевищенням зростання грошового агрегату M3 над номінальним ВВП: середньорічне зростання номінального ВВП знаходилось на рівні 23,6 %, тоді як грошова маса приростала в середньому на 43,5 % за рік. Кризовий цикл 2008–2009 років, а за ним післякризове відновлення 2010—2013 років фактично супроводжувалося пропорційним зростанням грошової маси та номінального ВВП — в середньому 15,4 % і 13,2 % відповідно за рік (рис. 3).

Криза 2014–2015 років характеризувалась найнижчим темпом зростання грошової маси щодо номінального ВВП: за два роки грошовий агрегат М3 зріс на 9,4 %, тоді як номінальний ВВП — на 35,7 %, що спричинило процес демонетизації економіки, який тривав до кінця 2018 року. Даний етап можна охарактеризувати як транзитний період перебудови монетарної політики: НБУ відійшов від політики фіксованого валютного курсу, який діяв до 2014 року та здійснив перехід на монетарний режим інфляційного таргетування із дотримуватися режиму плаваючого курсу, де за основу інфляційної цілі обрано індекс споживчих цін.

У 2020 році на тлі розгортання кризових процесів в Україні, що були спричинені поширенням світом коронавірусної хвороби COVID-19 та протиепідеміологічними обмеженнями, спрямованими на зниження негативного ефекту від поширення вірусу на здоров'я населення, органи монетарної та фіскальної влади вдалися до потужних стимулів, які супроводжувалися емісією гривні через кредитний канал НБУ шляхом запровадження довгострокового рефінансування банків. Подібна практика призвела до зростання грошової маси на 28,6 % проти зростання номінального ВВП на 5,4 % (рис. 4).

Монетизація економіки є складним процесом, який можливий за умови збереження цінової стабільності та довіри до національної валюти й фінансової системи загалом. Разом з цим, у банкоцентричних фінансових системах кредитування відіграє чи не основну роль у забезпеченні ремонетизації економіки шляхом грошово-кредитної мультиплікації.

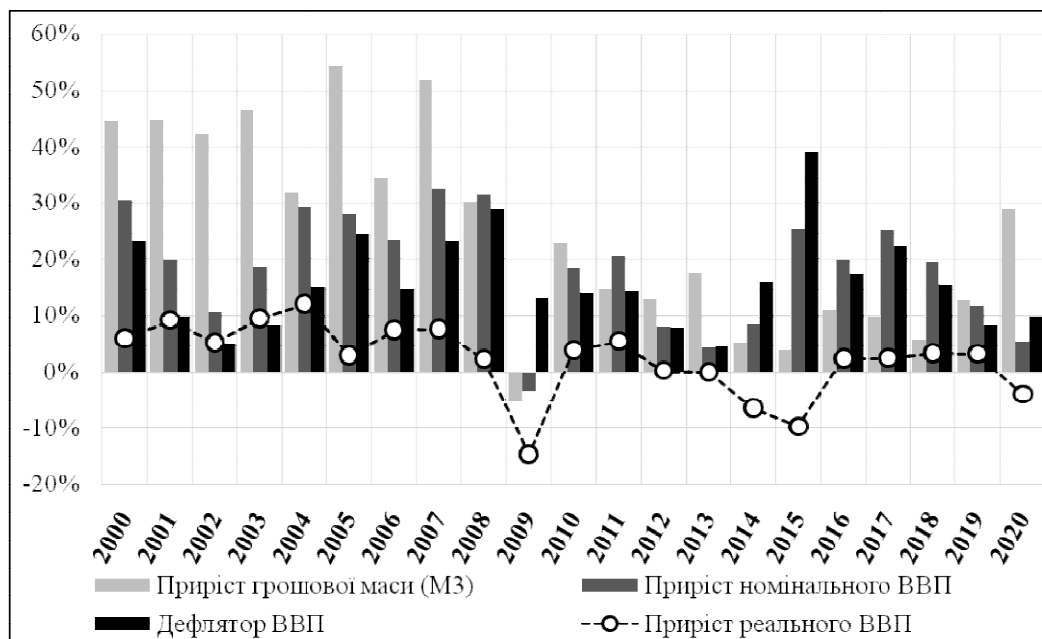


Рис. 4. Динаміка приросту грошової маси (М3), номінального та реального ВВП й дефлятора ВВП в Україні за 2000—2020 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [12, 17, 18].

Період 2000—2008 років характеризується стрімким зростанням кредитних портфелів банків: у 4,1 разу в національній валюті до рівня 39,7 % від ВВП та у 7,5 разу в іноземній валюті до рівня 45,8 % від ВВП. Разом з тим, якщо у 2008 році номінальне зростання кредитів у іноземній валюті становило понад 100 %, то приріст за виключенням ефекту від девальвації національної валюти становив лише 33,5 % (рис. 5).

Період 2009—2012 років характеризувався падінням якості кредитів і зниженням кредитування у іноземній валюті: так, у 2009 році частка непрацюючих кредитів збільшилась на 11,4 п.п., досягнувши рівня в 15,4 % й продовживши темп зростання, досягнувши 19,6 % у 2012 році. Разом з тим низхідний тренд кредитування у іноземній валюті призвів до падіння частки таких кредитів у відношенні до ВВП на 31 %, що на кінець 2012 року становило 21,3 %. Кредитування у національній валюті протягом 2009—2012 років в абсолютних величинах продовжувало зростати, разом з тим по відношенню до ВВП, у 2010—2012 рр. залишалось на одному рівні в 36,7 % (рис. 5).

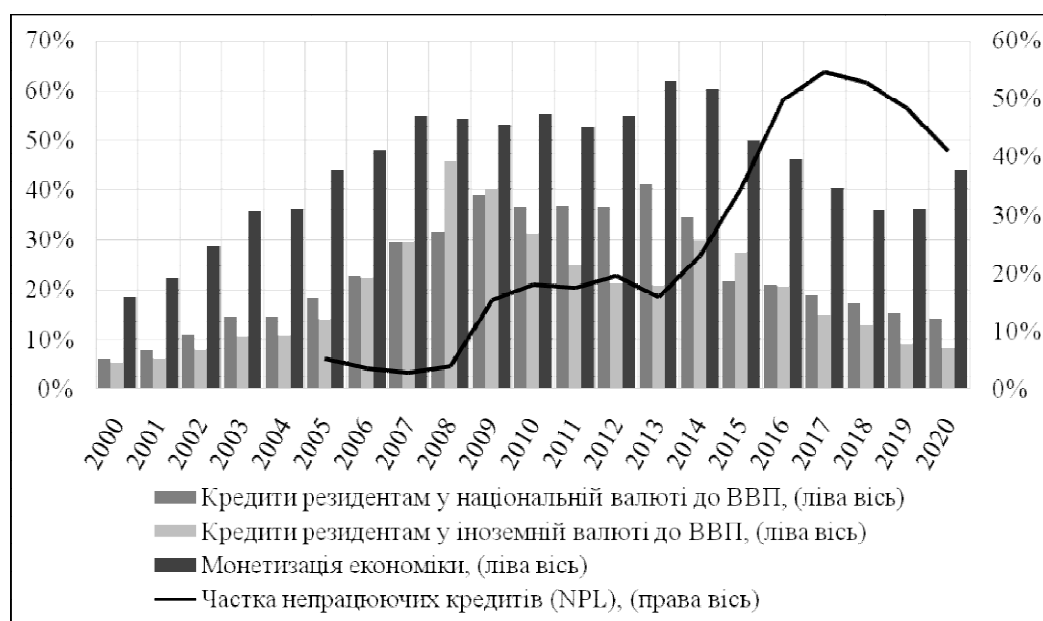


Рис. 5. Динаміка відношення банківських кредитів до ВВП та монетизації економіки в Україні за 2000—2020 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [20, 21]

Криза 2014–2015 років характеризувалась значним падінням якості кредитних портфелів банків як на тлі втрати банками активів на сході України та в Автономній Республіці Крим, через кредитуванні пов'язаних з банками осіб й окремих політичних груп, так і від виникнення складності обслуговування валютних боргів зі сторони населення та підприємств з огляду на девальвацію на-

ціональної валюти. Наслідком кризи стало зростання частки непрацюючих кредитів з 15,9 % станом на 2013 рік до 54,5 % станом на 2017 рік, що спонукало як НБУ, так і банки переглянути підходи до оцінки кредитних ризиків, що було поступово реалізовано в рамках імплементації нової макропруденційної політики НБУ [19].

Запровадження суворіших вимог до оцінки позичальників і висока частка проблемної заборгованості, що знаходилась на балансах банків, поряд із наслідками кризи, стримували кредитування: з 2013 по 2019 рік відношення кредитів і національній валюті до ВВП знизився з 41,1 % до 15,4 %, а в іноземній валюті з 21 % до 9 % (рис. 4). За оцінками НБУ, «наслідки цієї системної кризи ще довго обмежуватимуть банківське кредитування та економічне зростання» [19, с. 9]. Суворі вимоги до оцінки позичальників залишаються навіть після значного очищення балансів банків і викорінення кредитування пов'язаних осіб банками, а частота перегляду даних регуляторних вимог залишається низькою (рис. 5) [22]. Перегляд регуляторних вимог має стати системним процесом із чітко визначеними часовими рамками, що спонукатиме розвиток кредитування й відтак впливатиме на ремонетизацію економіки.

Враховуючи, що між кредитуванням та монетизацією економіки існує прямий тісний зв'язок, етап зниження кредитування економіки 2014–2019 років супроводжувався демонетизацією економіки. Водночас, починаючи з 2016 року ліквідність банківської системи загалом може бути оцінена як достатня, а отже даний фактор не стримував кредитування економіки.

Попит на кредитні ресурси з боку населення та підприємств формується під впливом багатьох цінових і нецінових факторів. Одним з основних факторів попиту на кредитний ресурс можна виокремити реальну процентну ставку, яка залежить від обраного НБУ напряму монетарної політики. Стимулююча монетарна політика передбачає, що реальна процентна ставка, тобто ставка із врахуванням інфляції, є негативною, тоді як обмежуюча, навпаки, передбачає, що ставка є позитивною. Разом з тим, якщо реальна ставка наближена до нуля, то характер монетарної політики вважається нейтральним. Для оцінки реальної процентної ставки, й відтак типу монетарної політики за процентною ставкою, пропонується використовувати рівняння Ірвінга Фішера:

$$r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1, \quad (1)$$

де r — реальна ставка, i — облікова ставка НБУ, π — індекс споживчих цін у річному вимірі [23].

Виходячи з описаної методики, монетарну політику України, оцінену за динамікою реальної процентної ставки, можна вважати м'якою у 2000, 2005—2010 та 2015 роках, нейтральною у 2001, 2004, 2011 та 2016—2017 роках, а жорсткою — протягом 2002—2003, 2012—2014 та 2018—2020 років (рис. 6).

Водночас, беручи до уваги, що НБУ таргетує споживчу інфляцію, за деяких умов подібний розрахунок може виявитися недосконалим. Це прослідковується у 2015 році, коли зростання інфляції посилювалось збільшенням адміністративно-регульованих цін, на які НБУ не має прямого впливу через монетарний трансмісійний механізм [24].

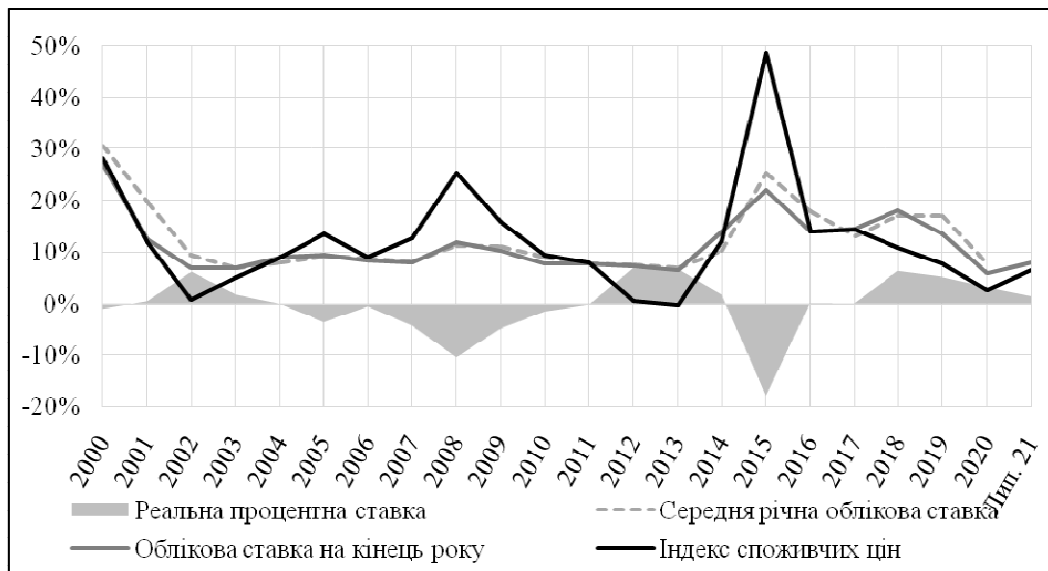


Рис. 6. Динаміка інфляції, облікової та реальної ставок в Україні за 2000-липень 2021 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [24, 25]

Банківське кредитування та характер монетарної політики, яким притаманна циклічність, відіграють визначальну роль у процесі монетизації економіки, яка у свою чергу тісно-пов'язана із забезпеченням економічного розвитку країни. У табл. 2 наведено економічні цикли України за 2000—2020 роки, а також циклічність кредитування та характер монетарної політики.

Оцінюючи циклічність монетизації економіки, слід передусім звернути увагу на кредитування. Основний цикл тривалої демонетизація української економіки 2014—2018 років одночасно супроводжувався падінням кредитування і навпаки, цикл ремонетизації 2000—2007 років поєднувався із циклом кредитування, що підтверджує важливість збереження стійкого зростання кредитування до ВВП для забезпечення ремонетизації економіки.

Разом з тим, жорсткість монетарної політики, що оцінена на основі реальної процентної ставки, не завжди має прямий зв'язок із монетизацією: обмежуюча монетарна політика 2002—2003 років не призвела до демонетизації, однак мала вплив на агрегат M2 в частині грошової маси; жорстка монетарна політика 2012—2014 років аналогічним чином мала обмежений вплив на монетизацію економіки, водночас призвела до певного зниження частки агрегату M1 у грошовій масі; рестрикційна монетарна політика в 2018—2020 років не мала прямого впливу на монетизацію економіки.

Монетизація економіки має зв'язок із економічним зростанням: під час кризи 2008-2009 років монетизація економіки та зростання реального ВВП зазнали хоча й не пропорційного, однак зниження. Криза 2014-2015 років дозволяє робити аналогічний висновок, хоча й криза виникла не в фінансовій площині. Кризі 2020 року притаманний відмінний від минулого досвіду характер, адже вона супроводжується зростанням монетизації економіки, що стало можливими

через запроваджені потужні антикризові заходи НБУ, передусім довгострокове рефінансування, в умовах, де інфляція була нижче визначеного регулятором таргета, на тлі падіння споживчого попиту. Разом з тим, криза, що бере початок у 2020 році, досі триває, а зростаюча інфляція в 2021 році сигналізує про те, що ремонетизація 2020 року може нести інфляційний характер, відтак вбачається можлива демонетизація економіки у 2021 році [25].

Таблиця 2

РОЗПОДІЛ ЦИКЛІВ В УКРАЇНІ ЗА 2000—2020 РР.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Економіка																						
Кредитування ¹																						
Монетарна політика ²																						
Монетизація (МЗ/ВВП) ³																						
Частка М0 до ВВП																						
Частка М1 до ВВП																						
Частка М2 до ВВП																						

Економіка: ■ - криза ▨ - депресія ▩ - поживлення ▧ - підйом
Кредитування: ■ - падіння ▧ - стагнація ▩ - зростання
Монетарна політика: ■ - обмежувача ▧ - нейтральна ▩ - стимулююча
Монетизація: ■ - демонетизація ▧ - стагнація ▩ - ремонетизація

Джерело: побудовано автором на основі рис. 3, рис. 4, рис. 5, рис. 6.

Поточне монетарне забезпечення економіки оцінюється як недостатнє, що відповідно до проведеного аналізу стало наслідком кризи 2014—2015 років і поглибилось на тлі інфляційного тиску, скорочення банківського кредитування та зростання частки непрацюючих кредитів до рівня 54,5 % станом на кінець 2017 року. Водночас, у 2020 році та за першу половину 2021 року монетизація економіки зазнала зростання, що тим не менш, буде частково поглинуто інфляційними процесами в 2021—2022 роках [26].

На основі проведеного ретроспективного аналізу виявлено детермінанти та обмежувачі монетизації економіки України. Враховуючи комплексність процесу монетизації, для формування тренду стійкої ремонетизації економіки України у майбутньому, рекомендується таке:

¹ Стагнація кредитування вважається за умови зростання або падіння кредитування на 1 п.п. або менше за рік

² Монетарна політика вважається нейтральною за умови, що реальна ставка не більше або не менше нуля на 0,5 п.п. за окремий рік

³ Монетизація вважається стагнуючою за умови, що позитивний або негативний приріст менший за 0,5 п.п. за окремий рік

1) як свідчить проведений аналіз, жорсткість монетарної політики, що вимірюється шляхом визначення реальної процентної ставки центрального банку, не завжди має прямий вплив на кредитування, тоді як забезпечення цінової стабільності в державі має залишатися стратегічною пріоритетною ціллю грошово-кредитної політики. Досягнення та утримання таргетованої НБУ цілі з інфляції створить міцний фундамент до розширення кредитування, та як наслідок, неінфляційного зростання монетизації економіки України;

2) висока частка готівки в структурі грошової маси України характеризує недостатній рівень фінансової інклюзії, що походить передусім від недостатньої фінансової грамотності та недостатньо-розвинутої платіжної інфраструктури, а також недостатньої довіри до фінансової системи, й свідчить про високу частку тіньового сектору економіки, негативним чином впливає на монетизацію економіки. Пропонується продовжувати проводити політику поступового зниження частки готівки в структурі грошової маси шляхом введення лімітів на операції із готівкою за сумами, стимулювання розвитку термінальної мережі та розвитку інноваційних технологій, зокрема впровадження цифрової валюти центрального банку;

3) збільшення агрегату частки агрегату M2 у структурі грошової маси дозволить ефективніше проводити ремонетизацію економіки за показником грошової маси, передусім беручи до уваги особливості банкоцентричної фінансової системи України в контексті необхідності забезпечення строкового фондування банків. Разом з тим, перевага має надаватися національній валюті, а витіснення іноземної валюти, що проводиться через підвищені норми обов'язкового резервування, вбачається доцільним;

4) подальше поступове зниження частки проблемних кредитів сприятиме очищенню балансів банків і розширенню їх кредитного потенціалу, що сприятиме грошово-кредитній мультиплікації. Разом з тим, імплементовані в рамках запровадження макропруденційної політики консервативні вимоги до позичальників надалі обмежуватимуть зростання кредитування в Україні. Відтак, пропонується збільшити періодичність перегляду регуляторних вимог до банків та проводити їх переоцінку із акцентом на різні групи банків, беручи до уваги їх історичний досвід та частку непрацюючих кредитів.

Вбачається, що трансформація монетарного та макропруденційного регулювання, направлена на зростання стійкого кредитування, за умови збереження цінової стабільності, сприятиме відтворенню монетизації економіки, що дозволить розширити ресурс економічного зростання України.

Висновки. Монетизація економіки України формується у контексті економічних циклів, а основним фактором неінфляційної ремонетизації в банкоцентричних фінансових системах виступає банківське кредитування. Зниження кредитування українськими банками, та як наслідок монетизації економіки, спричинене накопиченням системних проблем у банківській системі через зростання частки непрацюючих кредитів і посиленням регуляторних вимог до банків в контексті оцінки позичальників. Разом з тим, жорсткість монетарної політики, яка вимірюється через реальну процентну ставку, як показав аналіз, не завжди призводить до падіння кредитування.

Для забезпечення ремонетизації української економіки пропонується і надалі проводити політику інфляційного таргетування, яка націлена на збереження цінової стабільності, сприяння фінансовій стійкості й відтак створенню сприятливих умов для

економічного зростання. Разом з тим, вбачається необхідність поступово впроваджувати заходи із зменшення частки готівки у структурі грошової маси; сприяти зростанню частки грошового агрегату М2 в національній валюті; здійснювати переоцінку жорсткості регуляторних вимог до банків у контексті оцінки позичальників.

Література

1. С. Міщенко (2015). Економічна сутність процесу монетизації та його роль у забезпеченні розвитку економіки та стабільності фінансової системи. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. Економіка, Випуск №10 (175): С. 40-45 URL: <http://dx.doi.org/10.17721/1728-2667.2015/175-10/7>.
2. С. В. Міщенко, С. В. Науменкова, І. М. Льон (2016). Монетарні цикли в економіці України. *Актуальні проблеми економіки*. Випуск № 11. С. 363-372. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2016_11_40.
3. Шишкіна О. В., Краснянська, Ю. В. (2016). Діагностування стану і структури грошової маси у контексті монетизації економіки України. *Фінансові дослідження*. Випуск №1. С. 32-42.
4. Жмурко Н.В., Березна С.І. (2015). Аналіз грошово-кредитного ринку України в умовах зростаючої монетизації економіки. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. Випуск 12. С. 186-190.
5. Леонов С.В. (2009). Вплив рівня монетизації економіки України на можливості формування та ефективного використання інвестиційного потенціалу банківської системи. *Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України*. Випуск № 27. С. 168-178. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/53267/5/Leonov_Investytsiinyi_menedzhment.pdf.
6. Коваленко В.В. (2018). Вплив грошово-кредитного сегменту національної економіки на рівень монетизації. *Приазовський економічний вісник*. Випуск №6(11). С. 437-442. URL: http://www.pev.kpu.zp.ua/journals/2018/6_11_uk/79.pdf.
7. В. І. Міщенко, І. М. Льон (2017). Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку. *Фінанси України*. Випуск № 4. С. 75-93. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2017_4_7.
8. Мельник О.М. (2019). Рівень реального монетарного забезпечення економіки України: динаміка та основні чинники. *Збірник наукових праць «Вчені записки»*. Випуск № 20. С. 40-60. URL: https://doi.org/10.33111/vz_kneu.20.19.01.04.026.032.
9. Черноусова Ж.Т., Комарницька А.О. (2019). Моделювання монетизації готівкового обігу в Україні. *Приазовський економічний вісник*. Випуск 6(17). С. 412-419. URL: <https://doi.org/10.32840/2522-4263/2019-6-76>.
10. Noriaki Kinoshita, Cameron McLoughlin (2012). Monetization in Low- and Middle-Income Countries. IMF Working Papers: Working Paper No. 12/160. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Monetization-in-Low-and-Middle-Income-Countries-26010>.
11. Broad money (% of GDP) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?end=2020&locations=UA&start=1992&view=chart>.
12. GDP (current LCU) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?end=2020&locations=UA&start=1965&view=chart>.
13. Огляд депозитних корпорацій. Спеціальний стандарт поширення даних. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/AABC_metadata.pdf.

14. Як в Україні зробити cashless economy. Руслан Кравець, Заступник директора департаменту стратегії та реформування банківської системи. Національний банк України. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36963478>.
15. Prymostka, L. O., Krasnova I., Prymostka, O., Nikitin, A., & Shevaldina, V. (2020). Financial inclusion in Ukraine: determinants and evaluation. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 2(33), 500–512. URL: <https://doi.org/10.18371/fcactp.v2i33.207218>.
16. Економічні та фінансові показники України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds/sdds-data#fs1>.
17. GDP growth (annual %) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2020&locations=UA&start=1988&view=chart>.
18. Inflation, GDP deflator (annual %) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2020&locations=UA&start=1988&view=chart>.
19. Стратегія макропруденційної політики Національного банку України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/zgNZIvZgKdapdeO>.
20. Рівень непрацюючих кредитів (NPL). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/npl>.
21. Дані статистики фінансового сектору. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms>.
22. Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями. Постанова правління НБУ №351 від 30.06.2016. Верховна рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text>.
23. Irving Fisher (1907). *The Rate of Interest: Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena*. The MacMillan Company. New York. URL: https://cdn.mises.org/The%20Rate%20of%20Interest%20Its%20Nature,%20Determination,%20and%20Relation%20to%20Economic%20Phenomena_2.pdf.
24. Облікова ставка Національного банку. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/stages/archive-rish>.
25. Макроекономічні показники / ціни. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1>.
26. Інфляційний звіт, липень 2021 року. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q3_eng.pdf?v=4.

References

1. S. Mishchenko (2015). Ekonomichna sutnist protsesu monetizatsii ta yoho rol u zabezpechenni rozvytku ekonomiky ta stabilnosti finansovoi systemy. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ekonomika*, Vypusk №10 (175): S. 40-45 URL: <http://dx.doi.org/10.17721/1728-2667.2015/175-10/7> [in Ukrainian].
2. S. V. Mishchenko, S. V. Naumenkova, I. M. Lon (2016). Monetarni tsykly v ekonomitsi Ukrainy. *Aktualni problemy ekonomiky*. Vypusk № 11. S. 363-372. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2016_11_40 [in Ukrainian].
3. Shyshkina O. V., Krasnianska, Yu. V. (2016). Diahnostuvannia stanu i struktury hroshovoi masu u konteksti monetizatsii ekonomiky Ukrainy. *Finansovi doslidzhennia*, Vypusk №1, S. 32-42 [in Ukrainian].
4. Zhmurko N.V., Berezna S.I. (2015). Analiz hroshovo-kredytnoho rynku Ukrainy v umovakh zrostaiuchoi monetizatsii ekonomiky. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho*

humanitarnoho universytetu. Serii: *Ekonomika i menedzhment*. Vypusk 12. S. 186-190 [in Ukrainian].

5. Lieonov S.V. (2009). Vplyv rinvnia monetyzatsii ekonomiky Ukrainy na mozhlyvosti formuvannya ta efektyvnoho vykorystannia investytsiinoho potentsialu bankivskoi systemy. *Problemy ta perspektyvy rozvytku bankivskoi systemy Ukrainy*. Vypusk № 27. S. 168-178. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/53267/5/Lieonov_Investytsiinyi_menedzhment.pdf [in Ukrainian].

6. Kovalenko V.V. (2018). Vplyv hroshovo-kredytnoho sehmentu natsionalnoi ekonomiky na riven monetyzatsii. *Pryazovskiy ekonomichnyi visnyk*. Vypusk №6(11). S. 437-442. URL: http://www.pev.kpu.zp.ua/journals/2018/6_11_uk/79.pdf [in Ukrainian].

7. V. I. Mishchenko, I. M. Lon (2017). Rol monetarnoho rehuliuвання u stymuliuванні ekonomichnoho rozvytku. *Finansy Ukrainy*. Vypusk № 4. C. 75-93. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2017_4_7 [in Ukrainian].

8. Melnyk O.M. (2019). Riven realnoho monetarnoho zabezpechennia ekonomiky Ukrainy: dynamika ta osnovni chynnyky. *Zbirnyk naukovykh prats «Vcheni zapysky»*. Vypusk № 20. S. 40-60. URL: https://doi.org/10.33111/vz_kneu.20.19.01.04.026.032 [in Ukrainian].

9. Chernousova Zh.T., Komarnytska A.O. (2019). Modeliuвання monetyzatsii hotivkovoho obihu v Ukraini. *Pryazovskiy ekonomichnyi visnyk*. Vypusk 6(17). S. 412-419. URL: <https://doi.org/10.32840/2522-4263/2019-6-76> [in Ukrainian].

10. Noriaki Kinoshita, Cameron McLoughlin (2012). Monetization in Low- and Middle-Income Countries. *IMF Working Papers: Working Paper No. 12/160*. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Monetization-in-Low-and-Middle-Income-Countries-26010>.

11. Broad money (% of GDP) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?end=2020&locations=UA&start=1992&view=chart>.

12. GDP (current LCU) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?end=2020&locations=UA&start=1965&view=chart>.

13. Ohliad depozytynykh korporatsii. Spetsialnyi standart poshyrennia danykh. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/AABC_metadata.pdf [in Ukrainian].

14. Iak v Ukraini zrobyty cashless economy. Ruslan Kravets, Zastupnyk dyrektora departamentu stratehii ta reformuvannia bankivskoi systemy. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36963478> [in Ukrainian].

15. Prymostka, L. O., Krasnova I., Prymostka, O., Nikitin, A., & Shevaldina, V. (2020). Financial inclusion in Ukraine: determinants and evaluation. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 2(33), 500–512. URL: <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v2i33.207218>.

16. Ekonomichni ta finansovi pokaznyky Ukrainy. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sdds/sdds-data#fs1> [in Ukrainian].

17. GDP growth (annual %) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2020&locations=UA&start=1988&view=chart>.

18. Inflation, GDP deflator (annual %) — Ukraine. The World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2020&locations=UA&start=1988&view=chart>.

19. Stratehiiia makroprudentsiinoini polityky Natsionalnoho banku Ukrainy. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/zgNZIvZgKdapdeO> [in Ukrainian].

20. Riven nepratsiuiuchykh kredytiv (NPL). Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/npl> [in Ukrainian].

21. Dani statystyky finansovoho sektoru. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> [in Ukrainian].
22. Pro zatverdzhennia Polozhennia pro vyznachennia bankamy Ukrainy rozmiru kredytnoho ryzyku za aktyvnymy bankivskymy operatsiiamy. Postanova pravlinnia NBU №351 vid 30.06.2016. Verkhovna rada Ukrainy. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text> [in Ukrainian].
23. Irving Fisher (1907). The Rate of Interest: Its Nature, Determination, and Relation to Economic Phenomena. The MacMillan Company. New York. URL: [https://cdn.mises.org/The %20Rate %20of %20Interest %20Its %20Nature, %20Determination, %20and %20Relation %20to %20Economic %20Phenomena 2.pdf](https://cdn.mises.org/The%20Rate%20of%20Interest%20Its%20Nature,%20Determination,%20and%20Relation%20to%20Economic%20Phenomena_2.pdf).
24. Oblikova stavka Natsionalnoho banku. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/stages/archive-rish> [in Ukrainian].
25. Makroekonomichni pokaznyky / tsyny. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#1> [in Ukrainian].
26. Inflatsiynyi zvit, lypen 2021 roku. Natsionalnyi bank Ukrainy. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q3_eng.pdf?v=4 [in Ukrainian].

Стаття надійшла в редакцію 00.00.2021