

Європи. Лондонська угода 1953 року дозволила Федеративній Республіці Німеччина списати майже половину зовнішніх зобов'язань [7]. Ініціатива для країн із великим борговим навантаженням (англ. Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative) також включала механізми списання та грантової підтримки для найбільш уразливих економік [8]. Усі ці приклади засвідчують, що існують альтернативні механізми, які можуть допомогти запобігти ефектам боргового навісу та відновити інвестиційні стимули.

Таким чином, сукупність економічних і фінансових чинників формує ризик боргового навісу в Україні. Надмірна заборгованість, сконцентрована у короткострокових і зовнішніх зобов'язаннях, обмежує інвестиційні стимули, пригнічує приватний сектор і знижує ефективність реформ, створюючи замкнене коло та несприятливе середовище для відновлення економіки. Довгострокові наслідки залежать від структури боргових зобов'язань і інституційної спроможності держави коригувати дисбаланси. Враховуючи міжнародний історичний досвід, перетворення боргу з обмеження на інструмент розвитку можливе лише за умови поєднання грантового фінансування, пільгових позик, своєчасної реструктуризації та реалізації послідовної середньо- і довгострокової стратегії. Ефективна боргова політика має виходити за межі короткострокової стабілізації, орієнтуючись на прозоре адміністрування зобов'язань, спрямування ресурсів на продуктивні напрями та оптимізацію державних видатків.

Список використаних джерел

1. Diamond D. W., He Z. A theory of debt maturity: The long and short of debt overhang. *Journal of Finance*. 2014. Vol. 69, No. 2. P. 719–762. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.12118>
2. Міністерство фінансів України. Інформаційна довідка щодо державного та гарантованого державою боргу України (станом на 31.12.2024). URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>.
3. Міністерство фінансів України. Державний та гарантований державою борг України з початку 2024 року став дешевшим на понад 10%. 12.08.2024. URL: <https://shorturl.at/w2J2P>.
4. Minfin.com.ua. Видатки держбюджету України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/expense/>.
5. Лютий, Ігор Олексійович. "АКТУАЛІТЕТИ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ." Рецензенти: Б. Засадний, доктор економічних наук, професор (2024): 91.
6. Лютий І. О., Зайчикова В. В., Кедь В. В. Особливості боргової політики та критерії боргової безпеки в умовах військової агресії. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог: Вид-во НаУОА, березень 2024. № 32(60). С. 88–94.
7. Ritschl A. Reparations, deficits, and debt default: The Great Depression in Germany. *European Review of History*. 2012. Vol. 19, No. 6. P. 943–959. DOI: <https://doi.org/10.1080/13507486.2012.741094>
8. World Bank Group. Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative. 2024. URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/hipc>.

Дзюблюк Олександр

доктор економічних наук, професор
Західноукраїнський національний університет

ВПЛИВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НА МОЖЛИВОСТІ ДОСТУПУ ДО ФІНАНСОВО-ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

Ключові слова: центральний банк, монетарна політика, процентна ставка, кредитування, інвестиції, фінансові ресурси.

Умови воєнного стану в Україні спричинили появу безпрецедентних викликів для національної економіки, фінансової системи та банківського сектору. Воєнний стан зумовлює різке порушення традиційних економічних механізмів, що визначає шоки пропозиції та попиту, дестабілізує валютний ринок, сприяє наростанню інфляційних і девальваційних очікувань, а також посилює фінансові ризики для всіх економічних агентів. За таких обставин реалізація монетарної політики як одного із головних інструментів адаптації національної економіки до умов воєнного стану має передбачати оптимізацію використання усіх її головних інструментів, включаючи облікову ставку, кредити рефінансування, операції на валютному ринку, управління міжнародними резервами а також регулювання валютних обмежень як окремий важливий механізм забезпечення макроекономічної стабілізації.

Водночас, нормальні умови економічного розвитку визначають потребу у повноцінному доступі до фінансово-інвестиційних ресурсів всіх економічних агентів з тим, щоб були забезпечені можливості неперервного виробничого циклу та стабільного нарощування виробничих потужностей, що є критично важливим в умовах війни. Однак, доступ до таких ресурсів значною мірою визначається рішеннями у сфері монетарної політики, яка, з одного боку, має забезпечувати стабільність національної валюти та інфляційні орієнтири, а з іншого – підтримувати економічну активність і можливості відновлення. Відтак особливого значення набуває аналіз впливу інструментів Національного банку України на інвестиційний клімат у воєнний час.

Монетарна сфера є простором, в якому держава реалізує одну з найважливіших регулятивних функцій – управління грошовим обігом і забезпечення фінансової стабільності, а центральний банк як інституційний провідник монетарної політики має на меті досягнення ряду стратегічних цілей, що є невід’ємними елементами загальної економічної політики держави: стабільність цін; підтримка високого рівня зайнятості; забезпечення помірного довгострокового рівня процентних ставок; сприяння економічному зростанню та стабільності фінансової системи. Разом із тим, складні умови економічної ситуації в Україні впродовж періоду воєнного стану безпосередньо позначилися і на діяльності центрального банку та банківського сектору загалом. Широкомасштабна воєнна агресія, розпочата проти нашої країни, мала всеосяжний вплив на всі аспекти економічного життя суспільства, включаючи і функціонування банківських установ.

За таких обставин монетарна політика НБУ включала такі основні орієнтири: забезпечення фінансової стабільності, що в умовах війни стало ключовим завданням регулятора та мало на меті забезпечити контроль над інфляційними очікуваннями та збереження резервів; запровадження фіксованого курсу гривні у 2022 р., що дозволило уникнути панічних настроїв на валютному ринку, однак водночас знизило гнучкість валютної політики; підтримання високої облікової ставки (25% протягом 2022-2023 рр.), що мало стримати інфляцію та девальваційні ризики, проте ускладнило доступ до кредитних ресурсів для бізнесу. Слід зазначити, що значні воєнні витрати та розриви у ланцюгах постачання призвели до високої інфляції у 2022 р. (понад 26%), що знизило реальну прибутковість інвестиційних проєктів, проте надалі політика жорсткої монетарної стабілізації дозволила поступово знизити інфляцію, що мало на меті створити умови для відновлення інвестиційної активності, хоча в реальній дійсності інфляційні очікування залишаються нестабільними, що обмежує довгострокове інвестування.

Разом із тим визначення стратегічною метою Національного банку винятково дотримання цільових орієнтирів щодо забезпечення певного рівня інфляції призвело до істотного звуження можливостей досягнення інших стратегічних цілей монетарної політики, зокрема, стимулювання економічного росту і зайнятості через неможливість активного застосування стимулів процентної і кредитної політики, оскільки Національний банк України намагається стримувати інфляцію через обмеження платоспроможного попиту і підняття вартості грошей для всіх економічних агентів. Це призвело до істотного обмеження доступу до фінансово-інвестиційних ресурсів практично для всіх суб’єктів ринку.

Регулятор вважає процентні ставки своїм головним інструментом у процесі стримування інфляції, однак при цьому їх поточні динаміка суттєво ускладнює доступ до фінансування для бізнесу і домогосподарств, створюючи передумови для стагнації економіки. І хоча збереження високих депозитних ставок до деякої міри стимулювало заощадження у банківській системі, підвищуючи її стійкість, та все ж підтримання високих процентних ставок за кредитами істотно обмежило інвестиційну активність приватного сектору, а запровадження державою програми пільгового кредитування («5-7-9%»), що мало на меті частково компенсувати обмежувальний ефект монетарної політики, у реальній дійсності виявилось малоефективним інструментом для стимулювання кредитної активності суб’єктів ринку у масштабах всієї економіки.

Нині процентні ставки НБУ перебувають на рівні вищому за показники інфляційної динаміки, що призводить до виникнення додаткових збитків у позичальників кредитних коштів. Адже політика високих реальних процентних ставок обмежує відновлення економіки. Вартість кредитних ресурсів для бізнесу зросла до майже 20% річних. Однак високі кредитні ставки обмежують інвестиційний потенціал економіки навіть у періоди відносної стабільності, не кажучи вже про умови воєнного стану. Таким чином, помилкові дії НБУ щодо регулювання процентних ставок спричиняють не лише монетарний шок, але і масштабні збитки для всієї економіки. До того ж в результаті такої процентної політики на кредитному ринку України по суті має місце стагнація вже котрий рік поспіль, а можливості повноцінного відновлення виробничого потенціалу по суті не можуть бути реалізовані через обмежений доступ до фінансово-інвестиційних ресурсів. При цьому звуження ринку

кредитних ресурсів унаслідок високих процентних ставок є особливо відчутним для реального сектора економіки, оскільки в Україні у бізнесу немає можливостей для застосування інших альтернативних форм залучення додаткових грошових коштів, такі як фондовий ринок чи венчурне фінансування.

Важливим чинником, що визначає обмежений доступ для економічних агентів до фінансових ресурсів, є інституційні аспекти взаємодії монетарної та фіскальної політики. Монетарна політика у воєнний час тісно переплітається з фіскальною, оскільки значна частина бюджетних видатків фінансується через внутрішні запозичення, а розміщення військових облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) стало ключовим каналом мобілізації ресурсів, що утім відволікає інвестиційні потоки з приватного сектору. При цьому надмірна залежність від емісійного фінансування може створити ризики макроекономічної дестабілізації.

Крім того, Національний банк України запропонував декілька альтернативних напрямів інвестування комерційними банками кредитних ресурсів, що породжує ефект витіснення. Так, депозитні сертифікати НБУ за останній період по суті стали безризиковою альтернативою до банківського кредитування реального сектора, що призвело до звуження міжбанківського кредитного ринку та припинення більшості кредитних програм комерційних банків. При цьому ставки за депозитними сертифікатами тісно корелюють з обліковою ставкою НБУ. Саме підвищення ставок за цими сертифікатами призвело до згубної дії ефекту витіснення приватних інвестицій та суттєво вплинуло на мотивацію комерційних банків щодо кредитування реального сектора економіки. Унаслідок встановлення високих процентних ставок за депозитними сертифікатами, які гарантують банкам фактично безризикові інвестиції з високою нормою дохідності Національний банк України по суті нівелював функції банківської системи як фінансового посередника [1]. Тобто усі вільні кошти банки вкладають у депозитні сертифікати НБУ та отримують гарантований дохід.

Аналогічним чином посилення ефекту витіснення, тобто заміщення кредитування приватного сектору державними запозиченнями, відбувалося також унаслідок підвищення дохідності та збільшення обсягів операцій комерційних банків з ОВДП. На практиці можна вважати, що банківська система за останній період значною мірою переорієнтувалася із кредитування реального сектора на придбання низькоризикових і високодохідних боргових цінних паперів держави (ОВДП) або ж депозитних сертифікатів НБУ. У результаті таких тенденцій на фінансовому ринку на сьогодні саме банківський сектор володіє лівовою часткою випущених в обіг ОВДП – 84%.

Результатом реалізації такої монетарної політики Національного банку України та кредитної політики самих комерційних банків стала спотворена структура активів банківської системи, що підриває самі фундаментальні властивості кредиту і кредитних відносин в економіці [2]. Адже частка кредитного портфеля у вигляді наданих суб'єктам господарювання і фізичним особам кредитів становить лише близько четвертої частини від загального обсягу активів банків – 17,2% та 6,5% відповідно, тобто банки віддають перевагу безризиковим активам (ОВДП), а не кредитуванню реального сектора. При цьому за останній період можна спостерігати явно негативну динаміку частки кредитного портфеля у структурі активів банків. Кредити суб'єктам господарювання скоротилися з 26,3% в кінці 2021 року до 17,2% наприкінці 2024 року, а частка кредитів фізичним особам за цей же період знизилась з майже 10% до 6,5% [3].

У той же час, кошти банків, інвестовані у депозитні сертифікати НБУ (16,0%), розміщені на рахунках в НБУ та інших банках (20,4%), а також вкладені у державні цінні папери (27,9%), сумарно становлять на сьогодні аж 64,3%, тобто дві третіх загального портфеля активів банківського сектора, що може свідчити про зведення нанівець фундаментальної функції банків щодо організації кредитних відносин через трансформування заощаджень у інвестиції. Інакше кажучи, за такого надмірного обсягу вкладень у ОВДП та депозитні сертифікати НБУ комерційні банки знижують ризик, але водночас обмежують кредитування реального сектора. Не слід також забувати, що в умовах воєнного стану надмірно висока концентрація ОВДП у банківському секторі несе також потенційний високий ризик для макрофінансової стабільності.

Таким чином, монетарна політика у воєнний час мала б мати подвійний характер встановлення цільових орієнтирів: з одного боку – забезпечення стабільності валютно-фінансової системи, з іншого – створення умов для відновлення економіки. Однак, жорсткі монетарні заходи НБУ обмежують доступ приватного сектору до дешевих фінансово-інвестиційних ресурсів. Сама ж боротьба із інфляцією шляхом завищення процентних ставок і обмеження кредитних впливів в економіку не лише загострює проблеми економічного спаду і безробіття, але й сприяє переорієнтації банківської системи з кредитної підтримки реального сектора до генерування прибутків винятково на основі фінансових інструментів у вигляді ОВДП

та депозитних сертифікатів НБУ, що підриває ефективність фіскальної політики і погіршує умови обслуговування державного боргу.

Вихід із ситуації, яка склалася, має полягати у відмові від жорсткого дотримання принципів інфляційного таргетування і переході до більш сучасних способів реалізації монетарної політики. Це передбачає: активізацію кредитування реального сектора, а не утримання коштів комерційних банків на рахунках у центральному банку, а також застосування ширшого набору інструментів монетарного впливу та цільових орієнтирів, пріоритетність яких визначається нагальними потребами зростання економіки і добробуту суспільства.

Список використаних джерел

1. Дзюблук О. В. Сутність банківської системи та її роль в економіці ринкового типу. *Фінанси України*. 2002. №8. С. 79-85.

2. Дзюблук О. В. Оцінка ефективності кредитних вкладень комерційних банків. *Фінанси України*. 2000. №9. С. 149-154.

3. Національний банк України. Грошово-кредитна статистика. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>

Добиш Тетяна

студентка факультету економічних наук

Національний університет «Кієво-Могилянська академія»

ІННОВАЦІЇ ТА ПІДПРИЄМНИЦТВО В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Ключові слова: інновації, підприємництво, економічна трансформація, війна, стійкість, цифровізація, відновлення, Шумпетер.

Сучасна економіка України перебуває на критичному етапі структурних та інституційних трансформацій, зумовлених поєднанням глобальних економічних тенденцій, технологічного прогресу та екзогенних факторів військового конфлікту. У цих умовах виникає необхідність комплексного переосмислення традиційних економічних моделей, де провідну роль відіграють інновації та підприємництво як рушійні чинники відновлення та сталого розвитку. Концепція Й. А. Шумпетера про «творче руйнування» є ключовим аналітичним інструментом, що дозволяє осмислити процеси руйнування старих структур і одночасного формування нових економічних моделей. Саме підприємці-новатори стають агентами змін, здатними трансформувати кризові умови у стимул для економічного розвитку, а інноваційна активність визначає темпи відновлення та конкурентоспроможність країни [1].

Війна, як радикальний фактор «творчого руйнування», виступає одночасно як дестабілізуючий і інноваційний стимул. Руйнування фізичної інфраструктури, виробничих ланцюгів та логістичних систем створює надзвичайні виклики для економічної динаміки, але водночас стимулює розвиток цифрових технологій, мобільних виробництв, індустрії подвійного призначення та екологічно чистих енергетичних рішень. Цей процес можна розглядати як «вимушену інноваційну конвергенцію», де головним ресурсом стає людський капітал, організаційна гнучкість підприємств та здатність до стратегічного ризику [2]. Бізнес у цих умовах перестає бути виключно економічним агентом і перетворюється на соціально-економічну інституцію, що забезпечує стійкість громад, підтримку внутрішньо переміщених осіб та відновлення критичної інфраструктури.

Особливої уваги потребує процес повоєнної економічної реконфігурації, який можна розглядати як унікальну лабораторію інноваційних трансформацій. Вибір між відтворенням попередніх моделей та формуванням нової інноваційної економіки визначає стратегічну траєкторію розвитку. Під інноваційною економікою розуміється система, орієнтована на знання, технології та креативний потенціал підприємців, де економічна цінність формується не стільки через обсяг виробництва, скільки через ефективність використання інтелектуальних ресурсів, швидкість адаптації та інтеграцію у глобальні технологічні ланцюги [3].

Людський капітал у цих процесах набуває центрального значення. Підприємці та науково-дослідні центри формують мультидисциплінарні екосистеми, що забезпечують генерацію інновацій та поширення знань у масштабах регіональних кластерів. Роль держави полягає у створенні