

УДК 336.711.2:330.341

DOI: [https://doi.org/10.31617/zt.knute.2021\(118\)07](https://doi.org/10.31617/zt.knute.2021(118)07)

JEL Classification: E52, E58, G18, H81

MAKAROV Oleg

postgraduate student at the Department of Banking and Insurance, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
54/1, Prospect Peremogy, Kyiv, 03057, Ukraine

E-mail: olegmakarov95@gmail.com

ORCID: 0000-0001-9796-8736

ЦІЛЬОВЕ РЕФІНАНСУВАННЯ БАНКІВ ЯК ІНСТРУМЕНТ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

Здійснено порівняльний аналіз заходів стимулювання кредитування у деяких розвинених країнах світу та визначено, що операції цільового рефінансування широко застосовуються для нарощення кредитування й забезпечення економічного зростання. Запропоновано замінити програму розширення кредитування в Україні, що проводиться через фіскальну політику, на цільове рефінансування банків, яке сприятиме розвитку пріоритетних секторів економіки. Обґрунтовано пропозицію обмеження ризиків макрофінансової стабільності для розробленого механізму рефінансування.

Ключові слова: банківське кредитування, цільове кредитування, монетарна політика, доступні кредити, монетизація економіки, економічний розвиток.

Постановка проблеми. Кредитування реального сектору економіки є драйвером нарощення монетизації економіки та стійкого економічного розвитку й відтак сприяє зростанню добробуту суспільства. Водночас після виходу України з кризи 2014–2016 рр. кредитування залишалось млявим. Це спричинено, з одного боку, тривалим циклом жорсткої монетарної політики, що мало на меті обмеження інфляційного тиску на тлі девальвації національної валюти та структурних проблем у позафінансовій площині, з іншого – значним посиленням вимог кредиторів до позичальників як на тлі негативного досвіду падіння якості активів у кризу, так й через оновлені підходи у регулюванні діяльності банків.

З метою стимулювання кредитування центральні банки в розвинених країнах використовують інструменти нетрадиційної монетарної політики, зокрема цільове рефінансування. Така практика передусім спрямована на зниження процентних ставок та збільшення ліквідності банківської системи, що своєю чергою сприяє зростанню попиту на кредити з боку підприємств та пропозиції банків. На початку 2020 р. урядом України ініційовано програму зі стимулювання кредитування мікро-, малого та середнього підприємництва шляхом компенсації частини процентних витрат за кредитами коштом державного бюджету, а центральним банком запущено довгострокове

рефінансування банків, яке, хоч й мало на меті підтримку кредитування та ліквідності банків, проте виявилось системно спрямованим на кредитування державного бюджету. На противагу досвіду розвинених країн, що здійснюють стимулювання кредитування переважно через монетарну політику, вітчизняна програма здебільшого реалізована через фіскальну політику.

Механізм реалізації та доцільність програми зі стимулювання кредитування через фіскальну політику в Україні оцінені неоднозначно як професійною, так і науковою спільнотами, передусім через наявність суттєвих ідентифікованих ризиків і недоліків. Відтак, розробка та імплементація альтернативного підходу стимулювання кредитування із застосуванням інструментарію монетарної політики, а саме цільове довгострокове рефінансування банків, постає важливим елементом для нарощення кредитування реального сектору економіки в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Позитивну залежність між розвитком кредитування реального сектору економіки та економічним зростанням виявлено багатьма вітчизняними та закордонними науковцями. Зокрема серед останніх досліджень можна виокремити В. Кремінь, О. Кремінь і Л. Гуляєву, які на основі результатів проведеного аналізу доводять, що «...нарощення обсягів кредитування банками нефінансових корпорацій призводить до зростання ВВП, обсягу реалізованої промислової продукції (товарів, послуг), експорту, капітальних інвестицій і середньомісячної заробітної плати, а також до зниження чисельності зайнятого населення, що може бути свідченням інтенсифікації та автоматизації виробництва як результат використання кредитних коштів» [1].

У дослідженні Г. Забчук стосовно активізації банківського кредитування реального сектору економіки зауважено на тому, що з метою підвищення кредитної активності має бути забезпечений «...розвиток чинної системи рефінансування комерційних банків та створення нових механізмів рефінансування, в основу яких покладено досвід закордонних центральних банків по рефінансуванню кредитних інститутів» [2].

Л. Ониськів стверджує, що впровадження практики кредитної підтримки підприємств реального сектору економіки шляхом рефінансування банків під заставу активів або ж компенсації відсотків доцільне в Україні, водночас звертаючи увагу на складності імплементації такої практики у вітчизняних умовах [3].

Л. Матросова вбачає необхідність підвищення ефективності основних інструментів монетарної політики в Україні передусім через узгодження монетарної політики з бюджетно-фіскальною. Одним з напрямів такої взаємодії, на думку Л. Матросової, може стати активізація діяльності уряду та Національного банку України (НБУ) щодо надання державних гарантій реальному сектору економіки за кредитами комерційних банків [4].

На противагу цьому С. Міщенко звертає увагу на те, що «...значні обсяги та високі темпи кредитування ще не забезпечують позитивні ефекти для економіки та фінансової стабільності, а навпаки, часто стають джерелом збільшення системних ризиків»¹. Відтак, науковець наголошує на тому, що стимулювання кредитування має формуватися під впливом покращення кредитного клімату, використання суворіших стандартів до кредитування та до забезпечення [5].

Водночас шляхи забезпечення стабільного розширення кредитування реального сектору економіки через нетрадиційні інструменти монетарної політики у країнах, що розвиваються, залишаються невивченими.

Метою статті є проведення порівняльного аналізу програм стимулювання кредитування в деяких розвинених країнах світу, визначення недоліків поточної програми стимулювання кредитування в Україні, а також розробка концепту механізму стимулювання кредитування заходами монетарної політики в Україні.

Матеріали та методи. Теоретико-методологічною основою статті є дослідження вітчизняних та іноземних науковців, а також законодавча база деяких країн світу та України. Основою для проведення дослідження є загальнонаукові й спеціальні методи. Аналіз, синтез та систематизація застосовувалися для оцінки підходів цільового кредитування в деяких країнах, виявлення недоліків поточного підходу в поточній програмі розширення кредитування та розробки концепції механізму цільового довгострокового рефінансування в Україні. Для проведення дослідження також використано методи аналітичного та логічного узагальнень.

Результати дослідження. Банківське кредитування сприяє розширенню виробництва шляхом надання фінансового ресурсу підприємствам для інвестицій в основні засоби та фінансування обігового капіталу, сприяючи нарощенню пропозиції товарів і послуг в економіці. Водночас кредитування фізичних осіб дає змогу збільшити фактор попиту як в частині короткострокових споживчих потреб населення на товари та послуги, так й у частині реалізації довгострокових цілей, зокрема шляхом фінансування купівлі житла. Також важливо враховувати історичний досвід, який показав, що стрімке збільшення кредитування створює додаткові ризики для фінансової системи [5]. На противагу цьому низька кредитна активність, яка відстежується з останньої фінансової кризи 2014–2016 рр., знижує потенціал до економічного зростання. Для забезпечення максимального позитивного ефекту для економіки зростання кредитування має залишатися стійким і доступним для підприємств.

Сповільнення економічного зросту на тлі зниження попиту на кредити притаманно не лише Україні: інші країни із банкоцентричними

¹ Усі цитати з іншомовних джерел наведено у перекладі автора статті.

моделями фінансових систем зіштовхнулися з подібними проблемами. Зокрема економічний спад на тлі сповільнення кредитування протягом останніх десяти років спостерігався як у Великій Британії, так й у інших країнах Єврозони.

Сповільнення економічного зростання у Великій Британії стимулювало до пошуку рішень, які надали б додатковий стимул для забезпечення зростання економіки. Одним з таких рішень вважається збільшення кредитування реального сектору економіки. Центральний банк Англії (ЦБА), намагаючись розширити кредитування реального сектору економіки, вдаючись до застосування традиційних інструментів монетарної політики, здійснював політику поступового пом'якшення монетарної політики. Однак подібним чином досягти бажаного ефекту не вдалося. Для подальшого вирішення окресленого питання ЦБА разом із Казначейством Великої Британії вдалися до стимулювання кредитування через механізми нетрадиційної монетарної політики, проводячи операції фінансування банків для кредитування (*funding for lending scheme*, далі – *FLS*). Такий механізм передбачав, що банки та будівельні товариства зможуть отримати кредити від ЦБА терміном до чотирьох років під найнижчу стосовно ринкових умов ставку. Для забезпечення таких кредитів ЦБА пропонував активи, як-от: кредити бізнесу або іпотечні кредити [6; 7].

Очікування ЦБА щодо зростання кредитування вибудовувалося через збільшення кредитування та зниження процентної ставки: чим більше банки кредитуватимуть реальний сектор економіки, тим більше вони можуть отримувати рефінансування від ЦБА. Банки, які збільшують обсяг кредитування, сплачуватимуть нижчу ставку за отриманими кредитами рефінансування, тоді як банки, що скорочуватимуть кредитування, платитимуть за вищою ставкою.

За оцінкою ЦБА, програма *FLS* призвела до зростання ВВП на 0.5–0.8 % та пришвидшення інфляції на 0.6 % після року від впровадження [8]. У дослідженні щодо впливу оновленої програми *FLS* від квітня 2013 р. на кредитування малого та середнього бізнесу вказується, що банки, які мали вищу вартість пасивів, до оновлення програми *FLS* наростили кредитування, водночас банки, які до оновлення програми *FLS* мали нижчу вартість пасивів, не забезпечили значного приросту кредитування або навпаки зменшили обсяг кредитів у межах програми. Це дає розуміння, що зниження вартості пасивів через цільове рефінансування сприяє розширенню кредитування через фактор зниження процентної ставки.

До стимулюючих заходів, що реалізуються через інструменти нетрадиційної монетарної політики, вдався й Європейський центральний банк (ЄЦБ), провівши три серії фінансування банків у межах програми цільового довгострокового рефінансування (*targeted longer-term refinancing operations*, далі – *TLTRO*). *TLTRO* є операціями з цільовим характером, оскільки сума, яку банки можуть отримати від ЄЦБ,

пов'язана з наданими ними позиками нефінансовим корпораціям і домогосподарствам. Процентна ставка на умовах *TLTRO* залежить від активності кредитування: чим більше кредитів надають банки – учасники програми *TLTRO* нефінансовим корпораціям та домогосподарствам (за винятком позик, наданих домогосподарствам для купівлі житла), тим нижчою стає процентна ставка за їхніми позиками *TLTRO* [10].

Оцінюючи ефективність програми *TLTRO*, Оллі-Матті Лейн демонструє зростання обсягів кредитів, наданих нефінансовим корпораціям водночас за відсутності збільшення кредитів домогосподарствам [11]. Попри те, що кінцевою метою таких програм є збільшення темпів кредитування підприємств, можна зробити висновок про успішність програми *TLTRO*.

Крім того, ЄЦБ наголосив на можливості запровадження окремої програми «зелених» *TLTRO* задля зниження негативного впливу на екологію шляхом забезпечення фінансування проєктів, що створюють додатковий позитивний ефект на навколишнє середовище. Тож ЄЦБ передбачає підтримку окремих галузей економіки для досягнення цілей вторинного мандату в частині підтримки екологічних цілей ЄС [12, с. 13].

Подібні заходи монетарного стимулювання застосовуються й в Японії, економіка якої тривалий час перебуває в середовищі наднизької інфляції. Задля підтримки кредитування та, як наслідок, зміцнення економічного зростання й забезпечення цінової стабільності, Центральний банк Японії (ЦБЯ) запустив дві пов'язані між собою програми рефінансування: для підтримки зміцнення основ економічного розвитку (*growth-supporting funding facility* – далі *GSFF*) та стимулювання банківського кредитування (*stimulating bank lending facility* далі – *SBLF*) [9, с. 88].

Програмою *GSFF* передбачено, що банки, які кредитують визначені ЦБЯ напрями діяльності (зокрема дослідження та розробки; інвестиції та створення бізнесу за кордоном; діяльність, пов'язану з екологією та енергетикою; діяльність, пов'язану з наданням медичних послуг), можуть отримати рефінансування від ЦБЯ терміном до чотирьох років під найнижчу на ринку ставку на рівні 0.1 % [13, с. 89]. Водночас ЦБЯ встановлює обмеження на загальний обсяг рефінансування у межах цієї програми [14].

На противагу *GSFF* програмою *SBLF* не встановлено жодних обмежень за цільовим характером кредитування або сукупною сумою в разі, якщо такі кредити надаються в національній валюті. Наразі банки можуть отримати рефінансування на суму, що вдвічі перевищує обсяг виданих ними кредитів на тих самих умовах, що й за програмою *GSFF* [13, с. 90].

Після входження світу в пандемію *COVID-19* інші країни вдалися до застосування інструментів нетрадиційної монетарної політики, що спрямовані на забезпечення кредитування реального сектору економіки.

Серед країн, які вдалися до цільового кредитування, можна виокремити Швецію та Канаду.

Центральний банк Швеції (ЦБШ) з метою підтримки підприємств кредитним ресурсом і забезпечення банків достатньою ліквідністю для того, аби вони продовжували кредитувати реальний сектор економіки, запустив програму фінансування кредитування (*funding for lending programmes* – далі *FLP*). За цією програмою ставка, за якою банки отримують рефінансування від центрального банку, визначена на рівні операцій РЕПО, тобто найнижча на ринку. Разом з тим, ЦБШ не обмежує банки у встановленні вищої ставки за видачі кредитів [15].

Особливістю *FLP* є те, що не всі банки уповноважені на участь у програмі. ЦБШ заздалегідь визначає ті з них, які є контрагентами з монетарної політики та які за стандартних умов можуть отримати рефінансування. Водночас, враховуючи негативний ефект коронакризи на банківську систему та економіку Швеції, ЦБШ тимчасово розширив цей список. Крім того, з огляду на необхідність обмеження інфляційних ризиків, ЦБШ встановив обмеження на загальний обсяг рефінансування [16].

Для протидії наслідкам коронакризи урядом Канади створено програму, яка націлена на підтримку кредитування підприємств, що постраждали від коронакризи на умовах, вигідніших за стандартні ринкові. Зокрема канадський уряд покриває кредити зі 100 % гарантією, пропонує найнижчу ставку на ринку загальним терміном кредитування до 10 років. Підтримка підприємств здійснюється через уповноважені на це банки. Водночас на відміну від інших розвинених країн у Канаді ця програма реалізується через фіскальну, а не монетарну політику, тобто ресурсом підтримки є державний бюджет.

Порівняння програм цільового кредитування в деяких країнах свідчить, що їхня реалізація проводиться переважно через монетарну політику (див. *таблицю*). З одного боку, це викликано тим, що зниження темпу зростання економіки в розвинених країнах супроводжується низькою інфляцією, підвищення якої до пандемії *COVID-19* було актуальною ціллю для органів монетарної влади, що створює позитивний фундамент для застосування нетрадиційних інструментів монетарної політики, зокрема кількісного пом'якшення та цільового довгострокового рефінансування. З іншого – кредитні ризики та відповідно їхня оцінка за здійснення таких операцій перекладається на комерційні банки, а центральні банки в обмін на рефінансування отримують належну заставу.

Таблиця

Програми цільового кредитування

Країна, регіон	Програма	Мета	Причина впровадження	Відповідальний орган	Політика, через яку реалізується	Застава	Цільове спрямування
Єврозона	<i>TLTRO I</i> (з червня 2014), <i>TLTRO II</i> (з березня 2016), <i>TLTRO III</i> (з вересня 2019)	Стимулювання кредитування реального сектору економіки банками шляхом надання банкам фінансування, що дешевше ринкового	Слов'янення економічного зростання, пандемія <i>COVID-19</i>	Європейський центральний банк			Так. Кредитування нефінансових корпорацій та домогосподарств (за винятком іпотечних кредитів домогосподарствам)
Велика Британія	<i>FLS</i> (з липня 2012)	Розширення кредитування домогосподарств і приватних нефінансових корпорацій шляхом зниження ставок	Стовпильнення економічного зростання	Центральний банк Англії та Казначейство Великої Британії	Монетарна	Так	Ні
Швеція	<i>FLP</i> (з березня 2020)	Підтримка банківського кредитування нефінансових корпорацій; забезпечення банків ліквідністю		Центральний банк Швеції			Частково. Кредити можуть надаватися всім нефінансовим корпораціям, однак не всі банки можуть отримати рефінансування
Канада	<i>HASCAP</i> (з лютого 2020)	Допомога підприємствам, які зазнали найбільших потрясінь, в отриманні додаткового фінансування на більш гнучких умовах	Пандемія <i>COVID-19</i>	Уряд Канади через банк розвитку бізнесу Канади	Фіскальна	Ні. Кредити на 100 % покриваються гарантіями уряду	Так. Кредити для малого та середнього бізнесу, що відповідають певним критеріям, чий дохід зменшився на 50 % і більше внаслідок пандемії <i>COVID-19</i>
Японія	<i>GSFF</i> (з червня 2010) та <i>SBLF</i> (з грудня 2012)	Посилення економічного зростання через стимулювання банківського кредитування, зміннення монетарного трансмісійного механізму	Отримання додаткового ефекту від пом'якшення монетарної політики	Центральний банк Японії	Монетарна	Так	Так. У межах програми <i>GSFF</i> банки мають кредитувати визначені центральним банком напрями діяльності
Україна	Доступні кредити «5-7-9 %» (з лютого 2020); «Антикризові кредити; «Кредити рефінансування»	Розвиток і створення мікро-, малих та середніх підприємств; збільшення обсягів виробництва, експорту, імпортозаміщення; створення робочих місць	Необхідність стимулювання економічного розвитку; пандемія <i>COVID-19</i>	Міністерство фінансів України через Фонд розвитку підприємництва	Фіскальна	Ні	Так. Кредитування підприємств та стартапів, які відповідають визначеним критеріям

Джерело: складено автором за [6; 7; 10; 13-17].

З метою спрощення отримання кредитів, а також їхнього здешевлення для мікро-, малих і середніх підприємств в Україні у лютому 2020 р. розпочала роботу програма «Доступні кредити 5–7–9 %». Умовами цієї програми визначено, що ті підприємства, які будуть відповідати заздалегідь визначеним критеріям, зокрема зі створення робочих місць, зможуть сплачувати суттєво нижчу процентну ставку. Новостворені підприємства, що мають обґрунтований інвестиційний бізнес-план, також можуть отримати кредит у межах програми [17].

Зниження процентної ставки для підприємств відбувається шляхом компенсації частини нарахованих відсотків за виданими кредитами банку з державного бюджету України через Фонд розвитку підприємництва. Базою для нарахування відсотків є ставка, що визначається як сума українського індексу ставок за депозитами фізичних осіб терміном на три місяці та фіксованої маржі, максимальне значення якої визначається умовами програми. Банк зобов'язаний проводити аналіз підприємств на відповідність прописаним законом критеріям [17] (рис. 1).

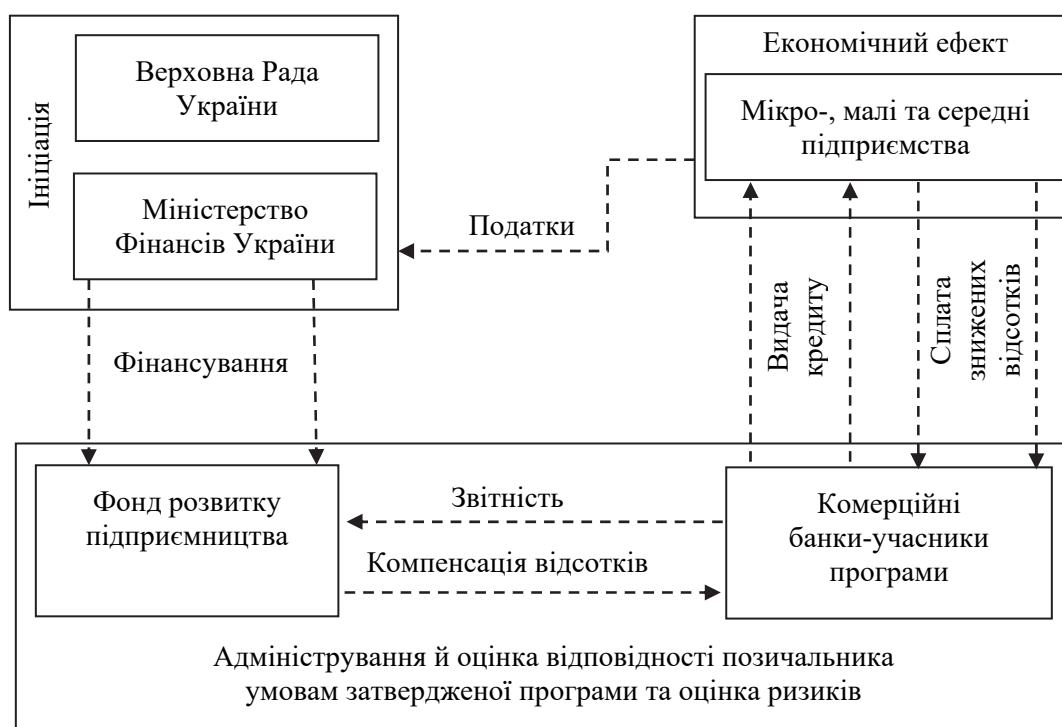


Рис. 1. Схема процесу реалізації програми «Доступні кредити 5–7–9 %»

Джерело: складено автором за [17].

Запроваджені в березні 2020 р. протиепідемічні заходи завдали суттєвого негативного впливу на підприємства, що змусило уряд значно розширити програму «Доступні кредити 5–7–9 %». Тож додатково запроваджено «Антикризові кредити» та «Кредити рефінансування». Відтак додатковими цілями програми визначено «запобігання

виникненню та поширенню, локалізації та ліквідації спалахів епідемії та пандемії гострої респіраторної хвороби *COVID-19*, спричиненої коронавірусом *SARS-CoV-2*, а також для запобігання та подолання їхніх наслідків, зокрема й від встановленого Кабінетом Міністрів України карантину та обмежувальних заходів, пов'язаних з поширенням на території України гострої респіраторної хвороби *COVID-19*, спричиненої коронавірусом *SARS-CoV-2*» та «рефінансування існуючої заборгованості в банках України за кредитами суб'єктів підприємництва» [17].

Оцінка ефективності та доцільності програми «Доступні кредити 5–7–9 %» серед експертного та професійного середовища різниться. Члени Форуму провідних міжнародних фінансових установ наголошують на тому, що напрями реалізації програми суттєво відрізняються від її початкових цілей, а внаслідок пом'якшення монетарних умов компенсація процентних витрат підприємствам коштом державного бюджету втратила свою доцільність. Понад те, частина програми, яка націлена на зниження негативного впливу кризи на економіку, має упущення та використовується переважно не постраждалими від кризи підприємствами, а прибутковим бізнесом для зниження своїх процентних витрат і отримання додаткової вигоди [18].

З іншого боку, Незалежна асоціація банків України (НАБУ) підтримує продовження програми «Доступні кредити 5–7–9 %», однак зазначає про необхідність її вдосконалення. На думку НАБУ, програма дала змогу: знизити вартість кредитування, що позитивно впливає на економічний розвиток; створити та зберегти робочі місця; посилити конкуренцію між банками з українським та іноземним капіталом через акценти на нецінові фактори [19].

Варто погодитись з тим, що програма «Доступні кредити 5–7–9 %» призводить до спотворення ринкової конкуренції серед нефінансових корпорацій і банків. Водночас основною метою програми є зниження вартості кредитів і створення робочих місць, що в поточних умовах виконується. До того ж тривале функціонування цієї програми сприятиме подальшому зниженню конкуренції у фінансовому секторі й послабленню монетарного трансмісійного механізму, а також створюватиме додатковий тиск на державний бюджет. Відтак пропонується значно обмежити програму «Доступні кредити 5–7–9 %», змістивши фокус на компенсування ставки лише мікропідприємствам і новоствореним стартапам із належним інвестиційним проектом.

До речі, у відповідь на виклики коронакризи НБУ запровадив антикризові монетарні заходи, серед яких варто виокремити довгострокове рефінансування, що за задумом мало забезпечити підтримку кредитування та ліквідність банків [20; 21]. Водночас, за оцінками НБУ, із сукупного обсягу отриманого банками довгострокового рефінансування впродовж періоду його доступності (з 19 березня 2020 р. по 10 вересня 2021 р.) лише 30 % отриманих кредитів довгострокового рефінансування спрямовано на кредитування реального сектору

економіки, тоді як 70 % – на кредитування держави шляхом купівлі облігацій внутрішньої державної позики (далі – ОВДП), облігацій муніципалітетів та інших державних структур [22] (рис. 2).

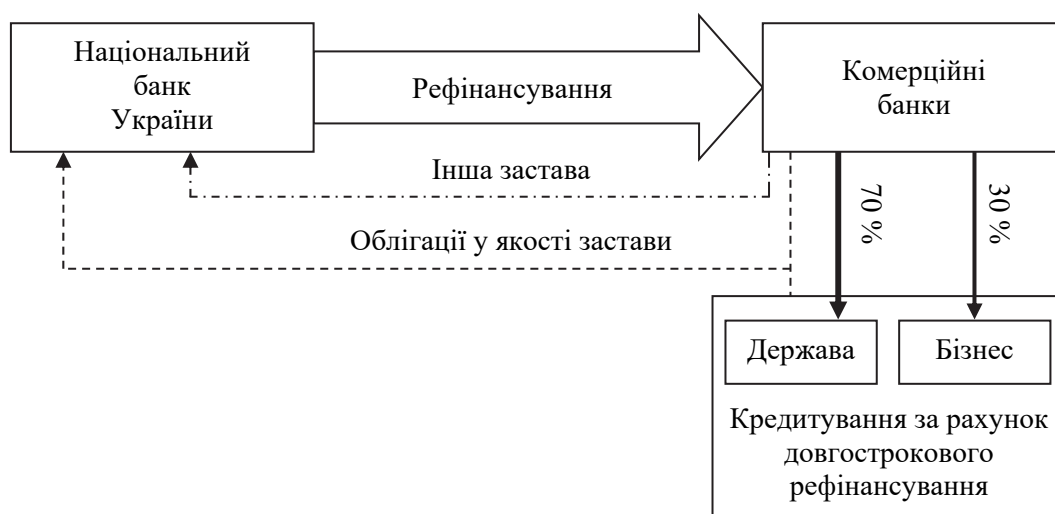


Рис. 2. Схема реалізації довгострокового рефінансування банків у межах антикризових монетарних заходів НБУ та алокація отриманих банками коштів

Джерело: складено автором за [22; 23].

Комерційні банки, що отримали довгострокове рефінансування, надавали перевагу кредитуванню держави з декількох причин: можливість надалі використовувати придбані облігації як заставу в разі додаткового залучення кредитів довгострокового рефінансування; умовна відсутність кредитних ризиків; висока ліквідність ринку ОВДП; високий рівень дохідності, що порівняний з дохідністю за кредитами великим та середнім підприємствам.

Попри те, що НБУ, впроваджуючи довгострокове рефінансування, створив додаткові стимули для кредитування реального сектору економіки, через такий інструмент центральний банк опосередковано кредитував державу, здійснюючи первинну емісію гривні через кредитний канал та стимулюючи комерційні банки до купівлі облігацій уряду на первинному ринку для їхнього подальшого використання у формі пулу застави для отримання додаткового довгострокового рефінансування. Подібна практика суперечить визначеним українським законодавством обмеженням з кредитування держави центральним банком і несе додаткові інфляційні ризики [24].

На протигагу програмі «Доступні кредити 5–7–9 %» і довгостроковому рефінансуванню НБУ шляхом синтезу практик інших країн у межах цього дослідження розроблено концепцію альтернативної програми для розширення кредитування – модель цільового довгострокового рефінансування (ЦДР) в Україні, відповідно до якої нарощення кредитування реального сектору економіки пропонується здійснювати через здешевлення вартості пасивів для банків, які виконуватимуть визначені умови з кредитування (рис. 3).

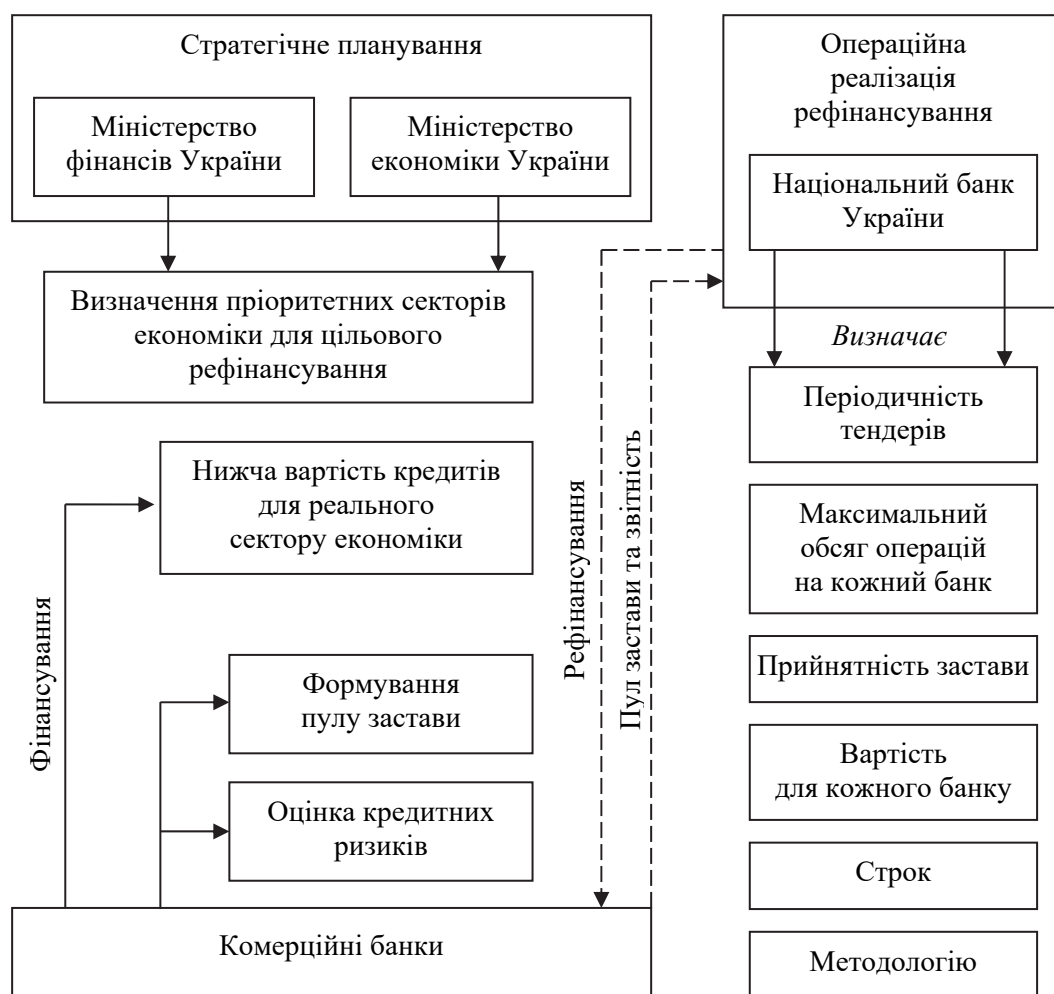


Рис. 3. Концепція механізму цільового довгострокового рефінансування банків в Україні

Джерело: складено автором.

Процес реалізації програми ЦДР доцільно розділити на чотири етапи:

- визначення *цілей для кредитування*, тобто пріоритетних секторів економіки, фінансування яких матиме найбільший позитивний для держави економічний ефект;
- визначення *умов рефінансування*, зокрема загального обсягу таких операцій, коридору початкової та мінімально-можливої процентної ставки, переліку прийнятної застави, вимог до банків – учасників тендерів, строковості операцій, формату та періодичності звітності тощо;
- проведення *тендерів рефінансування* серед банків, які відповідають початковим критеріям і долучені до участі;
- *звітність і контроль виконання цілей* програми, на основі яких розраховуватиметься індивідуальна ставка для кожного окремого банку.

Визначення напряму ЦДР, тобто пріоритетних секторів економіки, має здійснюватися Міністерством економіки України за належної

координації з Міністерством фінансів України. Підприємства – експортери продукції з доданою вартістю та виробники субститутів імпортованих товарів, що займають значну частку у структурі українського імпорту, мають розглядатися як основні, але не єдині стратегічні напрями для ЦДР. Метою ЦДР має бути підвищення ефективності виробництва, відтак отримані кредитні кошти мають спрямовуватися на купівлю або оновлення основних засобів підприємств у пріоритетних секторах економіки.

Умови ЦДР мають повністю визначатися центральним банком. Серед таких умов можна виокремити стандартну ставку рефінансування, тобто початкову ставку, під яку банки, що відповідають початковим критеріям і долучені до участі у тендері, отримуватимуть кредит, а також мінімально можливу ставку, тобто таку ставку, яку може сплачувати кожний окремих банк у разі розміщення отриманого кредиту рефінансування повним обсягом у кредити підприємствам, що класифіковані як кредити пріоритетним секторам економіки.

Стандартну ставку пропонується визначати на тендерній основі та за принципом, що застосовується до інструментів стандартного регулювання ліквідності НБУ, тобто на рівні облікової ставки +1 п. п., з додатковою фіксованою величиною, яку банки пропонуватимуть на аукціон [23]. Аукціон мають здійснювати в американський спосіб, тобто проводити задоволення заявок банків, за якими ставка вказана не нижче за визначену регулятором ставку відсікання. Процес визначення мінімально можливої ставки, яку зможуть сплачувати банки НБУ, є комплекснішим. Здебільшого центральні банки, що застосовують цільове рефінансування як інструмент монетарної політики, вже мають встановлені наднизькі процентні ставки. У рамках програми *TLTRO III* ЕЦБ пропонує ставку, що нижче за ключову ставку вдвічі, тобто від'ємну величину на рівні -1% [25]. Центральний банк Японії також пропонує найнижчу на ринку ставку за операціями *GSFF*, що однак знаходиться в позитивній площині -0.1% [13, с. 89].

Через те, що прибуток не є метою діяльності НБУ, тоді як сприяння дотриманню стійких темпів економічного зростання за умови забезпечення стабільності грошової одиниці України та збереження фінансової стабільності, визначено за ціль центрального банку [24], мінімально можливу процентну ставку, яку банки можуть сплачувати за кредитами ЦДР, пропонується встановити на рівні 0% . Передусім такий підхід дасть можливість досягти найнижчої ставки для підприємств у пріоритетних секторах економіки, відтак посилити експортний потенціал держави та наростити виробництво товарів-субститутів імпортованої продукції. Понад те, нижча ставка частково сприятиме зниженню інфляційного тиску, адже очікувані витрати підприємств на обслуговування боргу складають кінцеву вартість продукції. Відтак, нижчі витрати підприємств сприятимуть нижчому темпу зростання цін на продукцію, що випускатимуть підприємства.

Разом з тим визначення максимальної ставки, за якою банки можуть проводити алокацію отриманих за програмою ЦДР коштів

.....

у кредити, є надважливим, зважаючи на мету недопущення банками зловживань та отримання надмірних вигод. Пропонується встановити максимальну ставку, що дорівнює половині облікової ставки. Наразі така величина порівняна з максимальною маржею банків за кредитами в межах програми «Доступні кредити 5–7–9%» [17]. Банки мають видавати кредити підприємствам у пріоритетних секторах економіки на умовах плаваючої ставки, прив'язавши їх вартість до облікової ставки НБУ: такий підхід дасть можливість зберегти вплив трансмісійного механізму центрального банку на процес управління інфляцією через процентний канал (рис. 4а).

Розрахунок ставки, яку сплачуватиме комерційний банк центральному банку, проводитиметься відповідно до опублікованої НБУ методики. Ставка залежатиме від облікової ставки НБУ та обсягу виданих окремим комерційним банком кредитів. На частину отриманих кредитів на умовах ЦДР, що не розміщені банком у кредити підприємствам пріоритетних секторів економіки, буде нараховуватися стандартна ставка. На іншу частину нараховуватиметься знижена, тобто мінімальна ставка. У разі, якщо комерційний банк розмістив увесь кредит, отриманий на умовах ЦДР у кредити підприємствам пріоритетних секторів економіки, ставка за всім отриманим кредитом на умовах ЦДР буде мінімально можливою (рис. 4б).

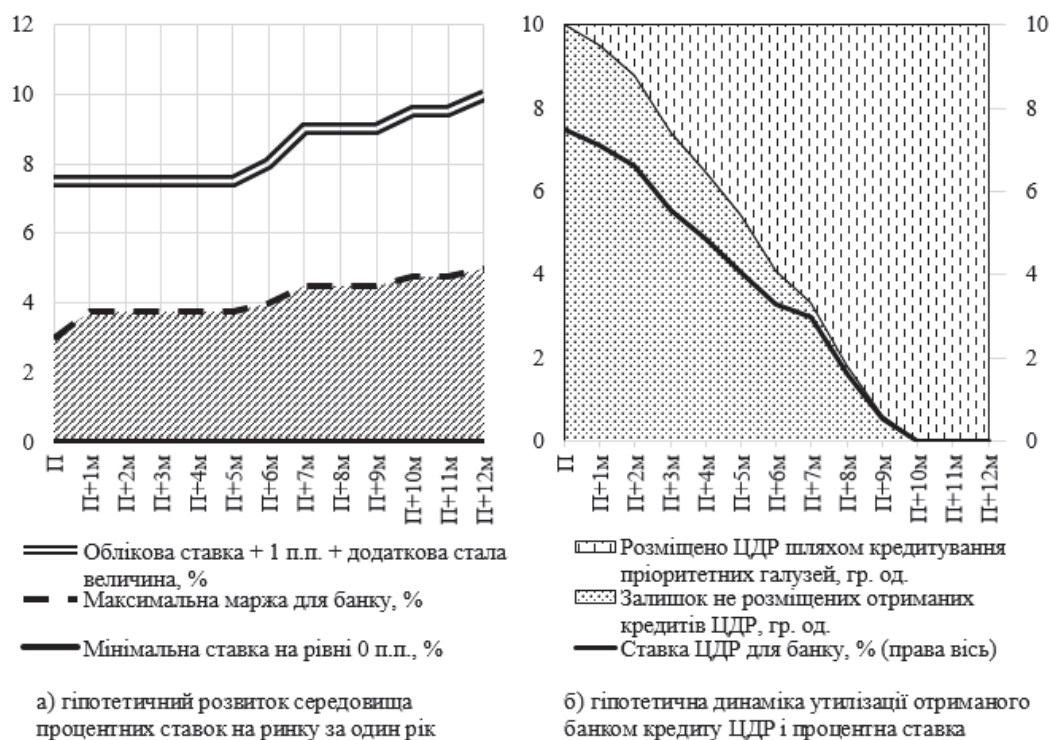


Рис. 4. Концепція визначення вартості кредитів ЦДР в залежності від обсягу виданих кредитів у пріоритетні галузі економіки та процентні ставки

Джерело: складено автором.

Іншою важливою умовою для отримання банком кредиту ЦДР має стати належне забезпечення, спрямоване на мінімізацію кредитних ризиків НБУ. За інструментами постійного доступу, що наразі доступні банкам, та за довгостроковим рефінансуванням НБУ приймає заставу у формі цінних паперів, до яких включено державні облігації України, облігації міжнародних фінансових організацій, корпоративні облігації, розміщення яких здійснено під гарантію Кабінету Міністрів України та облігації внутрішніх місцевих позик; депозитні сертифікати НБУ; іноземну валюту [23]. Подібна практика культивує умови, за яких банки схильні до розміщення отриманих кредитів рефінансування у державні облігації, адже придбані цінні папери повторно із коригуючими коефіцієнтами можуть бути використані для отримання високоліквідних коштів у вигляді нового кредиту рефінансування.

Водночас неможливість включення виданих банком кредитів до пулу активів для надання НБУ у заставу стримуватиме механізм ЦДР, передусім обмежуючи мультиплікативну складову. Відтак для належного функціонування ЦДР пропонується розширити вимоги до застави та включити кредити пріоритетним секторам економіки, які мають прийнятний кредитний ризик, високу якість обслуговування та ліквідне забезпечення, до переліку можливого пулу застави.

Загальний обсяг рефінансування варто визначати на основі поточної діяльності кожного окремого банку. У разі, якщо банк уже має сформований портфель кредитів, наданих підприємствам у пріоритетних секторах економіки, він має отримати більшу частку кредитів ЦДР від оголошеного на тендері обсягу. Крім того, банки, які мали значний обсяг проблемної заборгованості, що викликано низькою компетенцією та підходами за оцінки кредитних ризиків та які не змінили підходи в оцінці кредитних ризиків, мають бути обмежені або недопущені до отримання кредитів на умовах ЦДР.

Оцінка кредитоспроможності позичальника, а відтак і кредитні ризики разом із процесом формування пулу застави, повинні бути покладені на банки. Крім того, банки будуть зобов'язані надавати звітність та інформувати НБУ про алокацію отриманих кредитів ЦДР на щомісячній основі.

У процесі реалізації ЦДР важливо забезпечити макрофінансову стабільність держави та визначити такі умови, за яких впровадження ЦДР не створюватиме надмірний інфляційний тиск, сприятиме нарощенню монетизації економіки та зумовить економічне зростання і, як наслідок, – підвищення добробуту українського суспільства. Отже, запровадження ЦДР вбачається доцільним за умови проведення центральним банком стимулюючої монетарної політики, що супроводжується:

- перебуванням значень інфляції в таргетованому НБУ діапазоні $5\% \pm 1\%$;
- превалюванням дефляційних очікувань більшості економічних агентів;
- переходом до експансійної монетарної політики.

Залежно від необхідного монетарного імпульсу НБУ має оцінювати допустимі рівні емісії через кредитний канал і визначати максимальний обсяг рефінансування у межах програми ЦДР, контролюючи грошову масу та інфляційні очікування у горизонті монетарної політики.

Для належної оцінки інфляційного імпульсу від нарощення емісії через ЦДР квартальна прогнозна модель, що використовує НБУ для прийняття рішень зі зміни напряму монетарної політики, має бути розширена [26]. Водночас концепція розширення квартальної прогнозної моделі НБУ не розглядається в межах цієї статті та вбачається окремим напрямом дослідження. Описаний підхід дасть змогу центральному банку наперед оцінювати обсяг рефінансування, що може бути запропоновано банкам на тендерній основі. Такий підхід, з одного боку, не спричинить надмірного інфляційного тиску, з іншого – стимулюватиме кредитування пріоритетних секторів економіки.

Висновки. Зниження темпів кредитування реального сектору економіки у країнах з банкоцентричними фінансовими системами є поширеним явищем, що негативно впливає на економічний розвиток. Країни, які зіштовхуються зі зниженням темпів кредитування, шукають рішення у площині стандартних інструментів монетарної політики, водночас за недостатності їх ефективності вдаються до інших заходів, зокрема нетрадиційної монетарної або фіскальної політики. Серед таких інструментів виокремлюють субсидювання підприємств шляхом компенсації частини процентних витрат, надання гарантій уряду та рефінансування банків для інтенсифікації кредитування реального сектору економіки.

Цільове рефінансування банків – один з інструментів нетрадиційної монетарної політики, який широко використовується центральними банками розвинених країн з метою стимулювання банківського кредитування та сприяння економічному розвитку. Характер та умови цільового рефінансування можуть різнитися залежно від цілей впровадження, особливостей визначення процентної ставки, вимог до застави, обмежень за сумами та граничним строком.

Імплементация цільового рефінансування банків в Україні пропонується з метою зниження вартості кредитування та стимулювання розвитку пріоритетних секторів економіки, зниження доларизації економіки шляхом розширення кредитування в національній валюті. Водночас з погляду на притаманні Україні інфляційні ризики, для їх зниження пропонується обмежити використання цільового рефінансування та застосовувати такий механізм в умовах знаходження інфляції в таргетованому НБУ діапазоні або за умови превалювання дефляційних очікувань, за необхідності здійснення експансійної монетарної політики; сформулювати критерії для банків, що матимуть можливість стати учасниками програми з метою недопущення падіння якості активів; визначити процес формування та розширити перелік прийнятної застави. Така практика дасть можливість отримати тривалий позитивний

економічний ефект, що супроводжуватиметься нарощенням монетизації економіки й відтак сприятиме зростанню добробуту суспільства.

Концепція механізму ЦДР, запропонована в цій статті, базується на синтезі досвіду центральних банків деяких країн світу з врахуванням притаманних Україні особливостей. Разом з цим вбачається за доцільне здійснення подальших досліджень у цьому напрямі, зокрема розробка методики визначення банків, що можуть бути допущеними до аукціонів ЦДР; вивчення підходів до оцінки забезпечення у формі виданих банками кредитів за операціями ЦДР; подальший аналіз формування вартості рефінансування для банків і вартості кредитів для підприємств у межах ЦДР; визначення максимального обсягу операцій ЦДР та їхньої строковості у контексті впливу на інфляцію.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Кремень В. М., Кремень О. І., Гуляєва Л. П. Роль банківського кредитування у розвитку економіки України. *Проблеми економіки*. 2020. №3 (45). DOI: 10.32983/2222-0712-2020-3-176-183.
2. Забчук Г. М. Активізація банківського кредитування реального сектору економіки як передумова відновлення економічного зростання. *Економічний аналіз*. 2018. Том 28. № 1. С. 172-177. URL: <https://www.econa.org.ua/index.php/econa/article/download/1504/6565656586>.
3. Ониськів Л. М. Актуальні проблеми оцінки кредитного ризику банку: нові вимоги та вплив на кредитування. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. Вип. 17. С. 542-547. URL: <http://global-national.in.ua/archive/15-2017/108.pdf>.
4. Матросова Л. М. Сучасні проблеми монетарної політики НБУ в умовах розвитку національної економіки. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. Вип. 23. С. 500-505. URL: <http://global-national.in.ua/archive/23-2018/97.pdf>.
5. Мищенко С. В. Стимулирование кредитования как фактор экономического роста. *Финансы: теория и практика*. 2013. № 1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/stimulirovanie-kreditovaniya-kak-faktor-ekonomicheskogo-rosta>.
6. The bank of england's operations under the funding for lending scheme – operating procedures. Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/operating-procedures.pdf?la=en&hash=731AA3BC16746C9499EF1E322E8DDB46DC04E7B4>.
7. The governor and company of the bank of england terms and conditions for the funding for lending scheme. Bank of England. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/terms-and-conditions.pdf>.
8. Rohan Churm, Michael Joyce, George Kapetanios, Konstantinos Theodoridis, Unconventional monetary policies and the macroeconomy: The impact of the UK's QE2 and funding for lending scheme. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 80. 2021. P. 721-736. ISSN 1062-9769. DOI: 10.1016/j.qref.2018.10.004.
9. Havrylchuk, O. Incentivising Lending to SMEs with the Funding for Lending Scheme: Some Evidence from Bank-level Data in the United Kingdom. *OECD Economics Department Working Papers*. No. 1365. 2016. OECD Publishing. Paris. DOI: 10.1787/a4352865-en.

10. Targeted longer-term refinancing operations. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>.
11. Laine, Olli-Matti. The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending. *Journal of Banking and Financial Economics*, June 18, 2021. №1 (15). P. 25-43. DOI: 10.2139/ssrn.3579218.
12. Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Christine Lagarde, president of the European Central Bank. European Central Bank. Brussels. Monday, 28 September 2020. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_2_transcript~aae0db0fa5.en.pdf.
13. Javier Valles. Monetary Policy after the Great Recession. FUNCAS Social and Economic Studies. Madrid, Spain. 2014. P. 338. URL: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/1927.pdf#page=99>.
14. Loan Support Program. The Bank of Japan. URL: https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/len_b/index.htm.
15. FAQs on funding for lending programmes. Riksbank – Sweden's central bank. URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/updates-on-the-riksbank-and-the-coronavirus-pandemic/frequently-asked-questions-about-the-riksbanks-measures/faq-on-the-programme-for-corporate-lending-via-banks>.
16. Highly Affected Sectors Credit Availability Program (HASCAP) Guarantee. The bank for Canadian entrepreneurs. URL: <https://www.bdc.ca/en/special-support/hascap>.
17. Про надання фінансової державної підтримки. Постанова Кабінету міністрів України від 24 січня 2020. № 28, останнє оновлення 16.07.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-%D0%BF#Text>.
18. Банки просять згорнути програму пільгових кредитів 5-7-9 — документ. URL: <https://biz.nv.ua/ukr/finance/krediti-5-7-9-banki-prosyat-zakriti-programu-novini-ukrajini-50176430.html>.
19. Банки підтримують продовження державної програми «5-7-9%». Незалежна асоціація банків України. URL: <https://nabu.ua/ua/banki-pidtrimuyut-prodovzhennya-derzhavnoyi-programi-5-7-9.html>.
20. Про внесення змін до Положення про процентну політику Національного банку України. Постанова правління Національного банку України від 17.03.2020 № 29. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_17032020_29.
21. Про затвердження Змін до Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи. Постанова правління Національного банку України від 17.03.2020 № 30. URL: https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_17032020_30.
22. Пресбрифінг щодо рішень Правління Національного банку з монетарної політики. 09 вересня 2021 р. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/presbrifing-schodo-rishen-pravlinnya-natsionalnogo-banku-z-monetarnoyi-politiki-12360>.
23. Про затвердження Положення про застосування Національним банком України стандартних інструментів регулювання ліквідності банківської системи: Постанова правління Національного банку України від 19.09.2015 № 615, останнє оновлення 01.01.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15#Text>.
24. Про Національний банк України. Закон України від 20.05.1995 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/679-14>.

25. What are targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)? European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.en.html>.
26. Grui, A., Vdovychenko, A. (2019). Quarterly Projection Model for Ukraine. NBU Working Papers, 3/2019. Kyiv: National Bank of Ukraine. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/WP_2019_03_Grui_Vdovychenko.pdf.

Стаття надійшла до редакції 27.09.2021.

Makarov O. Targeted refinancing of banks as a tool for economic development.

Background. In order to stimulate lending, central banks use targeted refinancing operations, which allows lowering interest rates and increase the liquidity of the banking system. Taking the current state of bank lending in Ukraine, the development and implementation of effective lending stimulation program, namely targeted refinancing operations, is a crucial for further economic development.

The ***aim*** of the article is to conduct a comparative analysis of lending programs in some developed countries, identify the shortcomings of the current lending stimulation program in Ukraine and develop a concept of a mechanism to stimulate lending by monetary policy measures in Ukraine.

Materials and methods. The basis for the research is general and special scientific methods. Analysis, synthesis and systematization were used to assess targeted lending approaches in some countries, identification of shortcomings of the current lending stimulation program and further development of a concept for a targeted long-term refinancing mechanism in Ukraine. Methods of analytical and logical generalizations were also used for the research.

Results. Targeted refinancing operations are widely used for lending stimulation in different countries. Depending on the final goals and the state of economy, these operations may differ in their conditions. Nonetheless, the most of the countries prefer monetary policy as a main driver for lending stimulation. In spite of that, currently in Ukraine the fiscal policy was selected as a driver for lending stimulation. The paper proposes to change this approach in view of its shortcomings and to use targeted refinancing of banks instead.

Conclusion. The implementation of targeted refinancing in Ukraine will help to reduce the cost of lending and stimulate the development of prioritized sectors of the economy and decrease the dollarization of the economy. Considering the bearing risks, it is proposed to limit the total amount of targeted lending operations; limit the banks allowed to participate in targeted lending; extend the list of appropriate collateral against target refinancing.

Keywords: bank lending, targeted lending, monetary policy, available loans, monetization of the economy, economic development

REFERENCES

1. Kremen', V. M., Kremen', O. I., & Guljajeva, L. P. (2020). Rol' bankivs'kogo kredytuvannja u rozvytku ekonomiky Ukraïny [The role of bank lending in the development of Ukraine's economy]. *Problemy ekonomiky – Problems of the economy*, 3 (45). DOI: 10.32983/2222-0712-2020-3-176-183 [in Ukrainian].
2. Zabchuk, G. M. (2018). Aktyvizacija bankivs'kogo kredytuvannja real'nogo sektoru ekonomiky jak peredumova vidnovlennja ekonomichnogo zrostannja [Activation of

- bank lending to the real sector of the economy as a prerequisite for the resumption of economic growth]. *Ekonomichnyj analiz – Economic analysis*, (Vol. 28), 1, 172-177. Retrieved from <https://www.econa.org.ua/index.php/econa/article/download/1504/6565656586> [in Ukrainian].
3. Onys'kiv, L. M. (2017). Aktual'ni problemy ocinky kredytnogo ryzyku banku: novi vymogy ta vplyv na kredytuvannja [Current problems of bank credit risk assessment: new requirements and impact on lending]. *Global'ni ta nacional'ni problemy ekonomiky – Global and national economic problems*, (Vol. 17), (pp. 542-547). Retrieved from <http://global-national.in.ua/archive/15-2017/108.pdf> [in Ukrainian].
 4. Matrosova, L. M. (2018). Suchasni problemy monetarnoi' polityky NBU v umovah rozvytku nacional'noi' ekonomiky [Modern problems of the NBU's monetary policy in the conditions of national economy development]. *Global'ni ta nacional'ni problemy ekonomiky – Global and national economic problems*, (Vol. 23), (pp. 500-505). Retrieved from <http://global-national.in.ua/archive/23-2018/97.pdf> [in Ukrainian].
 5. Mishhenko, S. V. (2013). Stimulirovanie kreditovaniya kak faktor jekonomicheskogo rosta [Stimulating lending as a factor of economic growth]. *Finansy: teorija i praktika – Finance: theory and practice*, 1. Retrieved from <https://cyberleninka.ru/article/n/stimulirovanie-kreditovaniya-kak-faktor-ekonomicheskogo-rosta> [in Ukrainian].
 6. The bank of england’s operations under the funding for lending scheme – operating procedures. Bank of England. Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/operating-procedures.pdf?la=en&hash=731AA3BC16746C9499EF1E322E8DDB46DC04E7B4> [in English].
 7. The governor and company of the bank of england terms and conditions for the funding for lending scheme. Bank of England. Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/funding-for-lending/terms-and-conditions.pdf> [in English].
 8. Churm, R., Joyce, M., Kapetanios, G., & Theodoridis. K. (2021). Unconventional monetary policies and the macroeconomy: The impact of the UK's QE2 and funding for lending scheme. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, (Vol. 80), (pp. 721-736). ISSN 1062-9769. DOI: 10.1016/j.qref.2018.10.004 [in English].
 9. Havrylchuk, O. (2016). Incentivising Lending to SMEs with the Funding for Lending Scheme: Some Evidence from Bank-level Data in the United Kingdom. *OECD Economics Department Working Papers*, 1365. OECD Publishing. Paris. DOI: 10.1787/a4352865-en [in English].
 10. Targeted longer-term refinancing operations. European Central Bank. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html> [in English].
 11. Laine, Olli-Matti (2021). The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending. *Journal of Banking and Financial Economics*, 1 (15), 25-43. DOI: 10.2139/ssrn.3579218 [in English].
 12. Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Christine Lagarde, president of the European Central Bank. European Central Bank. Brussels. Monday, 28 September 2020. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_2_transcript~aae0db0fa5.en.pdf [in English].
 13. Javier, Valles (2014). Monetary Policy after the Great Recession. *FUNCAS Social and Economic Studies*. Madrid, Spain, (pp. 338). Retrieved from <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Publicaciones/PDF/1927.pdf#page=99> [in English].
 14. Loan Support Program. The Bank of Japan. Retrieved from https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/len_b/index.htm [in English].
 15. FAQs on funding for lending programmes. Riksbank – Sweden's central bank. Retrieved from <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/updates-on-the-riksbank-and-the-coronavirus-pandemic/frequently-asked-questions-about-the-riksbanks-measures/faq-on-the-programme-for-corporate-lending-via-banks> [in English].

16. Highly Affected Sectors Credit Availability Program (HASCAP) Guarantee. The bank for Canadian entrepreneurs. Retrieved from <https://www.bdc.ca/en/special-support/hascap> [in English].
17. Pro nadannja finansovoi' derzhavnoi' pidtrymky. Postanova Kabinetu ministriv Ukrainy vid 24 sichnja 2020. № 28, ostannje onovlennja 16.07.2021 [On providing financial state support. Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine of January 24, 2020. № 28, last update 16.07.2021]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/28-2020-%D0%BF#Text> [in Ukrainian].
18. Banky prosjat' zgornuty programu pil'govyh kredytiv 5-7-9 — dokument [Banks are asked to curtail the program of soft loans 5-7-9 - a document]. *biz.nv.ua*. Retrieved from <https://biz.nv.ua/ukr/finance/kredit-5-7-9-banki-prosyat-zakriti-programu-novini-ukrajini-50176430.html> [in Ukrainian].
19. Sajt NABU. Banky pidtrymujut' prodovzhennja derzhavnoi' programy «5-7-9%». Nezalezna asociacija bankiv Ukrainy [NABU website. Banks support the continuation of the state program «5-7-9%». Independent Association of Banks of Ukraine]. *nabu.ua*. Retrieved from <https://nabu.ua/ua/banki-pidtrimuyut-prodovzhennja-derzhavnoyi-programi-5-7-9.html> [in Ukrainian].
20. Pro vnesennja zmin do Polozhennja pro procentnu polityku Nacional'nogo banku Ukrainy. Postanova pravlinnja Nacional'nogo banku Ukrainy vid 17.03.2020 № 29 [On amendments to the Regulations on interest rate policy of the National Bank of Ukraine. Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated March 17, 2020 № 29]. Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_17032020_29 [in Ukrainian].
21. Pro zatverdzhennja Zmin do Polozhennja pro zastosuvannja Nacional'nym bankom Ukrainy standartnyh instrumentiv reguljuvannja likvidnosti bankivs'koi' systemy. Postanova pravlinnja Nacional'nogo banku Ukrainy vid 17.03.2020 №30 [On approval of Amendments to the Regulations on the application by the National Bank of Ukraine of standard instruments for regulating the liquidity of the banking system. Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine dated March 17, 2020 № 30]. Retrieved from https://bank.gov.ua/ua/legislation/Resolution_17032020_30 [in Ukrainian].
22. Sajt NBU. Presbryfing shhodo rishen' Pravlinnja Nacional'nogo banku z monetarnoi' polityky. 09 veresnja 2021 r. Nacional'nyj bank Ukrainy [NBU website. Press briefing on the decisions of the Board of the National Bank on monetary policy. September 09, 2021. National Bank of Ukraine]. *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/presbryfing-schodo-rishen-pravlinnya-natsionalnogo-banku-z-monetarnoyi-politiki-12360> [in Ukrainian].
23. Pro zatverdzhennja Polozhennja pro zastosuvannja Nacional'nym bankom Ukrainy standartnyh instrumentiv reguljuvannja likvidnosti bankivs'koi' systemy: Postanova pravlinnja Nacional'nogo banku Ukrainy vid 19.09.2015 №615, ostannje onovlennja 01.01.2021 [On approval of the Regulations on the application by the National Bank of Ukraine of standard instruments for regulating the liquidity of the banking system: Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine of September 19, 2015 № 615, last update 01.01.2021]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0615500-15#Text> [in Ukrainian].
24. Pro Nacional'nyj bank Ukrainy. Zakon Ukrainy vid 20.05.1995 № 679-XIV [About the National Bank of Ukraine. Law of Ukraine of 20.05.1995 № 679-XIV]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/679-14> [in Ukrainian].
25. What are targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)? European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/tltro.en.html> [in English].
26. Grui, A., & Vdovychenko, A. (2019). Quarterly Projection Model for Ukraine. NBU Working Papers, 3/2019. Kyiv: National Bank of Ukraine. Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/WP_2019_03_Grui_Vdovychenko.pdf [in English].