

**Розвиток фінансових відносин**

Андре АНТАН

**ПРЕМІЯ ЗА РОЗМІР КРЕДИТУ З УРАХУВАННЯМ
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ: НАСКІЛЬКИ ЇЇ ЗМЕНШУЄ
ПОВНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДЛЯ МАЛИХ
ТА СЕРЕДНІХ ПІДПРИЄМСТВ ЄВРОЗОНИ****Резюме**

Малі та середні підприємства (МСП) Єврозони сплачують за банківські кредити вищі процентні ставки, ніж великі підприємства. Цю різницю відображає премія за розмір кредиту, що визначається як різниця між процентною ставкою за новими кредитами обсягом до 0,25 млн євро включно та ставкою за кредитами обсягом понад 1 млн євро. Водночас досі кількісно оцінено, наскільки ця премія зменшується для кредитів, повністю покритих заставою або гарантіями. Оригінальним науковим внеском дослідження є запровадження показника розриву премії за розмір кредиту з урахуванням забезпечення (Collateral-Adjusted Size Premium Gap, CAG), який відображає частину премії, що зменшується за умови повного забезпечення, а також оцінювання його міжкраїнної диференціації та динаміки, що характеризується зростанням із подальшою стабілізацією. Опубліковану Європейським центральним банком премію за розмір кредиту, розраховану на основі процентних ставок за кредитами нефінансовим корпораціям, декомпоновано шляхом її розрахунку для двох визначених регуляторними вимогами категорій: усіх кредитів (A2A) та повністю забезпечених кредитів (A2AC, із рівнем покриття не менше 100 % відповідно до Регламенту (ЄС) № 1072/2013). Показник CAG визначається як різниця між премією A2A та премією A2AC. У попередніх дослідженнях здебільшого оцінено премію за фінансування МСП або проаналізовано фрагментацію процентних ставок, однак премія з урахуванням наявності та рівня забезпечення кредиту не розглядалася. Вибірка охоплює 20 країн Єврозони та Єврозону загалом і містить щомісячні дані за період із січня 2015 р. до травня 2026 р. Стійкість отриманих результатів додатково перевірено на даних щодо кредитів із плаваючою процентною ставкою, а також

© Андре Антан, 2026.

Антан Андре, аспірант, Центр передових досліджень з менеджменту та економіки (CEFAGE), Університет Евори, Евора, Португалія. ORCID: 0009-0003-7334-7670 Email: d59176@alunos.uevora.pt

із використанням допоміжної квартальної панелі даних. У Єврозоні значення CAG зросло з 0,21 відсоткового пункту в червні 2019 р. до 0,48 відсоткового пункту в грудні 2024 р. Водночас залишкова премія, що зберігається за умови повного забезпечення, зменшилася з 0,79 до 0,15 відсоткового пункту. Середні значення CAG за окремими фазами зросли з 0,18 до 0,38 відсоткового пункту, а міжкраїнний міжквартильний розмах у серпні 2023 р. сягнув 0,91 відсоткового пункту. Результати Опитування щодо доступу підприємств до фінансування (SAFE) підтверджують, що в усіх 17 хвилях опитування МСП сплачували вищі процентні ставки, ніж великі підприємства. Отримані результати є описовими і не підтверджують наявності причинно-наслідкових зв'язків.

Ключові слова:

Єврозона, забезпечення кредиту, кредитування МСП, премія за розмір кредиту, процентні ставки за банківськими кредитами, статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR), трансмісія монетарної політики, фінансова фрагментація.

Класифікація за JEL: G21, G32, E43, E52.

4 формули, 4 рисунки, 5 таблиць, 25 джерел літератури.

Постановка проблеми

Малі та середні підприємства (МСП) у Єврозоні систематично платять за банківські кредити більше, ніж великі компанії, і така різниця простежується у всіх країнах-членах і протягом усього бізнес-циклу. Відповідником цієї націнки за розмір підприємства є премія за розмір кредиту. Ця різниця між процентною ставкою за новими кредитами для нефінансових корпорацій (NFC) розміром до 0,25 млн євро включно та ставкою за новими кредитами на суму понад 1 млн євро. Сума кредиту є проксі показником розміру підприємства, а премію можна безпосередньо визначити на основі опублікованих статистичних даних Європейського центрального банку (ЄЦБ). Однак ця премія поєднує в собі фактичну націнку за розмір компанії та ризик, пов'язаний з недостатнім рівнем забезпечення серед дрібних позичальників. Їхні обмежені фінансові можливості не дозволяють покрити заставу повністю. У роботі Holton & McCann (2021) описано премію за фінансування малих підприємств у банках Єврозони, де стандартні показники вартості запозичень відображають її у вигляді фіксованого рівня; проте жоден із цих показників не враховує, чи є кредит забезпеченим.

Така структура визначає порядок регулювання, оскільки премія, що ґрунтується на дефіцитному забезпеченні, визначається іншими інструментами, аніж премія, що обумовлена ризиком позичальника. Регуляторна статистика

дозволяє безпосередньо розділити ці складові. Серед усіх кредитів нефінансовим корпораціям (A2A) Регламент (ЄС) № 1072/2013 (European Central Bank, 2013b) визначає підгрупу кредитів, забезпечених або гарантованих на 100% або більше від їхньої суми (A2AC). Премія за розмір у цій підгрупі – це та частина, яка зберігається навіть за умови повного покриття. Різниця між A2A та A2AC є тією часткою, яка зменшується за умови повного забезпечення, і позначається як Розрив премії за розмір кредиту з урахуванням забезпечення (CAG; рис. 1).

Дослідження побудоване навколо двох питань. По-перше, наскільки зменшується премія за розмір кредиту для МСП у Єврозоні за умови повного забезпечення? По-друге, як ця зменшена частка варіюється між державами-членами у період посилення монетарної політики у 2022–2024 роках? Міжкраїнний вимір є ключовим, оскільки спільна монетарна політика стикається з національними кредитними ринками, які відрізняються практикою забезпечення, фінансовою стійкістю та надійністю банків, а також суверенним ризиком.

Протягом червня 2019 р. – грудня 2024 р. у межах вибірки зафіксовано зниження премії за кредитами в Єврозоні з 1,00 до 0,63 в. п. на тлі зростання CAG з 0,21 до 0,48 в. п. (рис. 2). Зменшення загальної премії збіглося з розширенням частки, скоригованої з урахуванням забезпечення, тому розгляд лише премії дасть хибне уявлення про те, що відбувається з вартістю кредитів для МСП, залежних від наявності забезпечення.

Метою та науковим внеском роботи є введення і вимірювання показника розриву премії за розмір кредиту з урахуванням забезпечення (Collateral-Adjusted Size Premium Gap, CAG) через декомпозицію премії за допомогою поділу A2A/A2AC, а не через додавання рядів премій та дисперсії. У попередніх дослідженнях здебільшого розглядається або премія за розміром у вигляді рівнів, або міжкраїнна дисперсія рівнів процентних ставок, але не премія за розміром з повним забезпеченням. Також інші дослідження не враховують період до 2026 року включно. Аналіз охоплює 20 країн та сукупні показники Єврозони, щомісяця з січня 2015 року по травень 2026 року. Робота ґрунтується тільки на відкритих даних і має описовий та асоціативний характер; жодних причинно-наслідкових висновків не надається.

Огляд літератури

Премія за фінансування, яку сплачують малі підприємства (Small-firm financing premium, SFFP) є емпіричним орієнтиром. Holton & McCann (2021) вимірюють внутрішньобанківську різницю між ставками, що стягуються з малих та великих позичальників у Єврозоні, фіксують її розширення після 2008 року та пов'язують це з ринковою силою банків, суверенними ризиками і слабкостями, відображеними у балансових звітах компаній. Премія за розмір кредиту, що зазначена у статистиці ЄЦБ щодо процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR), а саме: різниця між ставками за новими кредитами для малих і великих підприємств є агрегованим аналогом SFFP, причому діапазон розміру кредиту використовується як проксі-показник розміру підприємства. Ці два чинники збігаються в питанні стійкості додаткового грошового стягнення, проте відрізняються за охопленням: ряди даних на рівні банків є точними, однак обмеж-

уються 2015 роком. Водночас агреговані ряди є актуальними, хоча об'єднують кредити незалежно від наявності забезпечення. Жоден із них не дозволяє визначити, яка частина розриву залишилася б за умови повного забезпечення.

Другий напрям дослідження оцінює фрагментацію на рівні процентних ставок за кредитами, а не за розміром премії. Holton & Rodriguez d'Acrici (2015) демонструють, що під час кризи трансмісія процентних ставок була фрагментованою між країнами, до того ж зниження облікових ставок менше позначалося на малих кредитах. У пізніших роботах автори погоджуються із нерівномірністю трансмісії, однак сперечаються щодо її масштабів. Наприклад, Tran et al. (2026) виявили асиметричне жорстке коригування кредитних ставок із тенденцією до зниження. Vilerits et al. (2025) пов'язують гетерогенність кредитів на рівні окремих позик із терміном погашення базової відсоткової ставки (reference-rate maturity) і вибором ціноутворення з фіксованою чи плаваючою ставкою (fixed-versus-floating pricing). Gagnon & Gimet (2023) розглядають фрагментацію як структурне явище, за якого загальна монетарна політика сприяє зменшенню розкиду цін більшою мірою, ніж обсягів кредитування. Altavilla et al. (2024) декомпонують премію за зовнішнє фінансування за кредитами в Єврозоні на складові: країни, банки та підприємства. Трансмісія політики є сильнішою там, де фінансові можливості менші. Комплексні показники вартості запозичень (European Central Bank, 2013a) надають стандартний, зважений за обсягом, зведений показник цього рівня. У рамках аналізу дисперсія вимірюється за рівнями ставок, а не за премією за розмір, що залежить від забезпечення. Більшість вибірових сукупностей датуються до фази жорсткої монетарної політики (рестриктивної) та її нормалізації 2022–2026 років.

Теорія забезпечення надає механізм, водночас не дає методу вимірювання. Stiglitz & Weiss (1981) довели, що в умовах асиметричної інформації сама лише процентна ставка не обов'язково забезпечує рівновагу на кредитному ринку, а вимога більшого забезпечення може сам погіршити селекцію. Bester (1985) стверджує, що забезпечення може розділяти позичальників, причому компанії з меншим ризиком забезпечують кредит повністю для отримання нижчих відсоткових ставок. Емпіричні дані підкріплюють обидві позиції. Jiménez et al. (2006) на основі іспанського кредитного реєстру виявили, що спостережуване забезпечення частіше вимагається від більш ризикових позичальників, що суперечить прогнозу щодо сортування за спостережуваними характеристиками, водночас Berger & Udell (1995) на основі даних про малі підприємства у США пов'язують триваліші кредитні відносини з нижчими ставками та менш частим наданням забезпечення. Хіменес та ін. Водночас Бергер і Уделл (Berger & Udell, 1995), досліджуючи малий бізнес у США, пов'язують триваліші кредитні відносини з нижчими відсотковими ставками та менш частою заставою. Degryse et al. (2025) на основі даних AnaCredit зазначають, що більшість корпоративних кредитів у Єврозоні забезпечені заставою, відповідно вони мають нижчі ставки, ніж аналогічні незабезпечені, а сила впливу каналу забезпечення залежить від країни. Altavilla et al. (2025) відходять від застави на користь гарантій третіх осіб: гарантований кредит замінює негарантований і перекладає ризик на гаранта, що найсильніше проявляється у випадку менших та ризикованіших підприємств. У сукупності ці дослідження свідчать, що повне покриття – заставою чи гарантією – має знижувати процентну ставку, яку сплачує дрібний позичальник, проте жодне з них не оцінює кількісно це зниження в рамках премії за розмір підприємства.

Четвертий напрям пов'язує боргове навантаження держави (суверенний стрес) та фрагментацію з умовами кредитування МСП і визначає коваріати вторинної панелі. Vofondi et al. (2018) встановили, що банки, більш схильні до суверенного ризику, скорочували обсяги кредитування та підвищували ставки під час боргової кризи. На основі мікроданих з Опитування ЄЦБ щодо доступу підприємств до фінансування (SAFE) Ferrando et al. (2017) та Calabrese et al. (2021) повідомляють про зростання кількості відмов у кредитуванні МСП, обмеження обсягів кредитування та підвищення відсоткових ставок в умовах стресу та фрагментації, причому найбільше страждають менші підприємства; Kallandranis et al. (2023) використовують те саме опитування, щоб показати, що кількість відмов та зневіра позичальників поступово зменшуються зі збільшенням розміру підприємства й помітно різняться між країнами Єврозони. Finnegan & Кароог (2023) виявили, що нетрадиційна політика поширювалася нерівномірно серед країн-членів, що перебували у стресових умовах, та тих, що не перебували. European Central Bank (2024) зафіксував зупинку процесу фінансової інтеграції. Ці висновки збігаються за напрямком, розходяться щодо механізмів впливу і не дають змоги оцінити маржу забезпечення премії за розмір.

На тлі вищезгаданих тенденцій показник CAG відрізняється за одиницею виміру, даними, охопленням та умовами розрахунку. Holton & McCann (2021) наводять дані про внутрішньобанківський спред на рівні окремих банків, які охоплюють період до 2015 р. Тенденція фрагментації вимірює розкид рівнів ставок. CAG є сукупним щомісячним розривом у відсоткових пунктах між премією за розмір усіх кредитів та премією за розмір кредитів із урахуванням забезпечення, розрахованим на основі публічних категорій A2A та A2AC (European Central Bank, 2013b) для 20 країн та сукупних даних Єврозони за період 2015–2026 рр. Жоден попередній підхід не пов'язує премію за розмір кредиту у Єврозоні зі статусом забезпечення, не оцінює кількісно атенуйовану (ослаблену) частку і не охоплює цикл 2022–2026 рр. на рівні країн. Така модель декомпоунує одну премію на залишкову частину, яка зберігається за умови повного забезпечення, та атенуйовану частину. Вона не переводить показник премії й показник дисперсії в комплексний індекс, а дисперсія, про яку йдеться далі, описує саме ослаблену частину, а не рівні ставок.

Методологія

У рамках аналізу премію за розмір кредитів, наданих МСП у Єврозоні, декомпоновано за категоріями забезпечення відповідно до Регламенту (ЄС) № 1072/2013 (European Central Bank, 2013b). Для сегменту відсоткових ставок k у країні c та місяці t , премія за розмір кредиту є різницею між відсотковою ставкою MIR нових, малих кредитних угод ($\leq \text{€}0,25 \text{ млн.}$), наданих нефінансовим корпораціям, та ставкою для кредитів розміром понад $\text{€}1\text{M}$:

$$\text{SizePrem}_k(c,t) = R_k(c,t, \leq \text{€}0.25\text{M}) - R_k(c,t, > \text{€}1\text{M}), \quad (1)$$

де R позначає узгоджену річну ставку за новими кредитами, а $k \in \{A2A, A2AC\}$. Категорія A2A охоплює кредити нефінансовим корпораціям, за винятком відновлюваних кредитів, овердрафтів та заборгованості за кредитними картками; A2AC обмежує вибірку кредитами, застава або гарантії яких становлять що-

найменше 100% суми кредиту, що в Регламенті відповідає категорії «повністю забезпечених». Оскільки A2AC є підмножиною A2A, обидві премії вимірюються на вкладених вибірках, і кожне порівняння, наведене нижче, є умовним ослабленням, а не причинно-наслідковим ефектом. Діапазон розміру кредитів слугує проксі-показником розміру підприємства.

Основним показником, що вимірюється у відсоткових пунктах, є CAG:

$$CAG(c,t) = SizePrem_{A2A}(c,t) - SizePrem_{A2AC}(c,t). \quad (2)$$

Позитивне значення CAG свідчить про те, що премія за розмір є меншою в сегменті з повним забезпеченням; залишкова премія, що зберігається після повного забезпечення, становить $SizePrem_{A2AC}$. Додатковий показник, незалежний від масштабу – частка, що залежить від забезпечення (CCS) – виражає цей розрив у вигляді частки, яка стає нестабільною, коли знаменник наближається до нуля:

$$CCS(c,t) = 1 - SizePrem_{A2AC}(c,t) / SizePrem_{A2A}(c,t). \quad (3)$$

Міжкраїнна дисперсія CAG, як показник фрагментації, підсумовується в кожному місяці за допомогою стандартного відхилення вибірки серед країн, що подають звіти:

$$SD_t = \sqrt{[1/(n_t - 1)] \sum_c (CAG(c,t) - \hat{CAG}_t)^2}, \quad n_t \geq 12, \quad (4)$$

де $\hat{CAG}_t$ – середнє значення показника CAG між країнами у місяці t .

Міжквартильний розмах є більш надійним доповненням до формули (4), оскільки стандартне відхилення чутливе до виняткових значень окремих країн. На рис. 1 наведено схему розрахунку цього показника та послідовність проведення аналізу.

Перелік даних. Основні ряди даних взято зі статистики MIR (European Central Bank, 2026b): категорії A2A та A2AC у поєднанні з діапазоном сум кредитів та строком погашення для нефінансових корпорацій у євро по 20 країнах Єврозони та за сукупними даними Єврозони (U2) на основі 563 884 спостережень, отриманих з порталу даних ЄЦБ. Хорватія перейшла на євро в січні 2023 р., тому більшість спостережень стосуються періоду перед входженням до Єврозони. Болгарія здійснила перехід в січні 2026 р. і не включена до вибірки країн; сукупний показник Єврозони публікується на основі змінного складу, тому він охоплює 21 країну-члена за останні п'ять місяців звітного періоду. Для вторинної панелі коваріати банківського сектору взято з Консолідованих банківських даних ЄЦБ (CBD2; European Central Bank, 2026a): коефіцієнт основного капіталу 1-го рівня (CET1) (I4008) та коефіцієнт непрацюючих кредитів (NPL) (I3632) для вітчизняних банків, щоквартально за період з 4-го кварталу 2014 року по 4-й квартал 2025 року. Для оцінки суверенних умов використовується дохідність 10-річних державних облігацій ($irt_lt_mcbu_m$) за даними Eurostat (2026). Зазначимо, що Греція позначається кодом EL у базі Євростату та GR у серії даних ЄЦБ. Суверенний спред становить різницю між дохідністю кожної країни та дохідністю Німеччини за той самий місяць, усереднену за квартал для цієї панелі. Дані щодо розміру підприємств походять із опитування SAFE (European Central Bank, 2026).

Премія за розмір кредиту з урахуванням забезпечення: наскільки її зменшує повне забезпечення для малих та середніх підприємств Єврозони

Часові періоди та фази монетарної політики. Основний період покриває проміжок з січня 2015 р. по травень 2026 р. Він встановлений з урахуванням двох задокументованих структурних зламів у показнику MIR (червень 2010 р. та грудень 2014 р.), завдяки чому часовий ряд не містить розривів. Його розділено на три фази: дорестриктивна фаза (з січня 2015 р. по червень 2022 р.), рестриктивна фаза (з липня 2022 р. по травень 2024 р.) та фаза нормалізації (з червня 2024 р. по травень 2026 р.). Середні значення CAG за країнами та фазами наведено в табл. 1.

Набір тестів для перевірки стійкості. Оскільки сукупний термін погашення ($MAT = A$) зважається за обсягом протягом періодів фіксації, діапазон плаваючої ставки CAGF ($MAT = F$) повторно обчислює формулу (2) для кредитів із коротким терміном фіксації, а абсолютне відхилення $|CAG - CAGF|$ відображає чутливість. Набір тестів також відстежує: частку країно-місяців, у яких премія за всіма кредитами опускається нижче мінімального рівня 0,50 в. п., що застосовується до знаменника формули (3); показники охоплення та повноти даних по кожній країні; а також позначає комірки з менш ніж 15 повними місяцями в рестриктивній фазі або з охопленням менше 120 з 137 місяців. Нестабільні значення коефіцієнта (3) позначені, а зміни CAG між діапазонами фіксації зафіксовані.

Рисунок 1

Аналітична основа та побудова CAG



Примітка: A2AC є підгрупою A2A, тому CAG є умовним ослабленням, виміряним на вкладених вибірках, а не випадковим ефектом. Дані носять описовий характер; діапазон сум кредитів (≤ 0,25 млн євро проти > 1 млн євро) є проксі-показником розміру підприємства.

Примітка: Показник A2A охоплює нові кредити, надані нефінансовим корпораціям, за винятком відновлюваних кредитів, овердрафтів та заборгованості за кредитними картками. Показник A2AC (застава або гарантії ≥ 100%, Регламент (ЄС) № 1072/2013, Додаток I) є підмножиною A2A, отже, коефіцієнт CAG є умовним пом'якшенням, а не причинно-наслідковим ефектом; діапазон розміру кредитів слугує орієнтиром для розміру підприємства. Формальні визначення наведено в рівняннях (1)–(4).

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

Вторинна панель. Квартальна панель пов'язує показник CAG із коефіцієнтом непрацюючих кредитів (NPL), коефіцієнтом CET1 та суверенним спредом, побудованим на основі дохідності за 10 років, із двосторонніми (за країною й часом) фіксованими ефектами, які попередньо визначені як вторинні та асоціативні. Щомісячний показник CAG приведено до середнього значення з квартальною періодичністю для узгодження з коваріатами, що відповідає дослідженням суверенного стресу та фрагментації (Bofondi et al., 2018; Calabrese et al., 2021; Ferrando et al., 2017) і не претендує на визначення детермінант. Стандартні похибки розраховані за методом Driscoll & Kraay (1998), стійкі до крос-секційної залежності та автокореляції, а також включають похибки, згруповані за країнами. Оцінка на рівнях та за першими різницями показує поведінку асоціацій рівнів при диференціюванні.

Специфікація SAFE. Дві піврічні серії даних SAFE (FREQ=H) підкреслюють спрямованість цього показника: рівень ставок за кредитними лініями та банківськими овердрафтами залежно від розміру підприємства (Q8B) підтверджує, що діапазон розміру кредиту є проксі-показником розміру підприємства, а зміна вимог до забезпечення залежно від розміру (Q10, пункт 10E, МСП проти великих підприємств) підтверджує спрямованість каналу забезпечення. Обидва ряди наведено в Додатку А (Таблиці А1 та А2), а про зміну структури SAFE у 2024 р. зазначено у примітці до таблиці А2; ЄЦБ зберігає піврічні ряди у цій структурі та використовує їх без змін, а квартальні ряди після 2024 р. не враховані.

Результати дослідження

На рис. 2 показано динаміку премії за розмір у Єврозоні та її CAG за період з січня 2015 р. по травень 2026 р. Обидві премії зменшуються протягом усього періоду, однак залишкова премія за повністю забезпеченими кредитами (A2AC) знижується швидше, ніж премія за всіма кредитами (A2A), тому розрив між ними збільшується. Дані за чотирма датами наводяться в порядку A2A / A2AC / CAG у відсоткових пунктах, та часткою, що залежить від забезпечення (CCS) у дужках: червень 2019, 1,00 / 0,79 / 0,21 (21%) грудень 2021, 0,77 / 0,32 / 0,45 (58%); грудень 2024, 0,63 / 0,15 / 0,48 (76%); травень 2026 року, 0,83 / 0,44 / 0,39 (47%). З економічної точки зору ця зміна має структурний характер: у червні 2019 р. більша частина націнки за розмір підприємства зберігалася при повному забезпеченні; до грудня 2024 р. вартість повністю забезпечених малих і великих кредитів була майже однаковою. До 2020 р. середнє значення CAG становило 0,13 в. п. і ніколи не перевищувало 0,27 в. п. За всю вибірку його найвище місячне значення – 0,59 в. п. – зафіксовано у липні 2023 р. Середні значення фаз характеризують зростання, з подальшою стабілізацією: наприклад CAG становить 0,18 в. п. у дорестриктивній фазі, 0,38 в. п. у рестриктивній фазі й 0,36 в. п. у фазі нормалізації. Це відповідає різниці між рестриктивною та дорестриктивною фазами у +0,20 в. п. Значення 0,48 в. п. за грудень 2024 р. відповідає одному місяцю у фазі нормалізації монетарної політики і перевищує середнє значення для цього періоду. Цей показник не відповідає рівню рестриктивної фази, вікно якої в табл. 1 закривається у травні 2024 р. Наприкінці фази нормалізації обидві премії відновлюються, а розрив зменшується, залишаючись значно вищим за рівень до 2020 р.

У табл. 1 наведено дані щодо CAG за країнами та фазами. Головною особливістю є неоднорідність: середні значення фаз у Єврозоні приховують значний розкид між її членами. Австрія, Німеччина та Латвія посідають найвищі позиції у рестриктивній фазі, а Люксембург та Іспанія переходять до цієї групи з рівня, близького до нуля, ще до запровадження жорстких заходів монетарної політики, тоді як Бельгія, Португалія та Литва залишаються на рівні, близькому до нуля, у всіх трьох фазах. У деяких частинах вибірки кілька країн мають від'ємні значення, серед них – Кіпр, Словенія, Мальта та Італія, де премія з повним забезпеченням перевищує премію за всіма кредитами у відповідному періоді. Фаза нормалізації радше видозмінює рейтинг, а не відтворює його: Хорватія і Фінляндія піднімаються на вершину розподілу з рівня, близького до нуля, що передувало рестриктивній фазі, тоді як Словаччина опускається назад до нуля. Таким чином, єдиного порядку, що зберігається протягом усіх трьох фаз, немає. Значення країн залишаються в межах табл. 1. Доцільно врахувати два застереження щодо повноти даних у вибірці: дані про Кіпр та Ірландію (†) у рестриктивній фазі базуються на менш ніж 15 повних місяцях, а загальний обсяг охоплення для Австрії, Кіпру, Греції, Ірландії, Люксембургу, Латвії та Мальти (‡) становить менше 120 із 137 місяців.

На рис. 3 відображено міжкраїнну дисперсію показника CAG, розрахованого помісячно на основі даних щонайменше 12-ти країн. Середнє значення стандартного відхилення становить 0,51 в. п. до початку фази жорсткої монетарної політики (рестриктивної) та 0,60 в. п. під час, тоді як міжквартильний розмах розширюється з 0,46 до 0,66 в. п. і досягає максимуму в 0,91 в. п. у серпні 2023 р. Такий розмах є економічно значущим. Міжквартильний розмах у рестриктивній фазі, що становить 0,66 в. п., більш ніж утричі перевищує зростання середнього значення по Єврозоні на +0,20 в. п. (різниця між значеннями у фазі жорсткої політики та до її запровадження). Отже, розбіжності між країнами варіюються сильніше, ніж змінюється середнє значення протягом циклу. Міжквартильний розмах є більш надійним показником, оскільки стандартне відхилення чутливе до окремих виняткових значень: його значення 0,99 в. п. у березні 2015 р. зумовлене двома екстремальними значеннями для країн -2,21 в. п. та +2,31 в. п. за місяць, міжквартильний розмах якого (0,53 в. п.) є цілком звичайним.

У табл. 2 наведено результати діагностики та стійкості діапазону фіксації. У Єврозоні, діапазон плаваючої відсоткової ставки визначає середнє значення CAGF на рівні 0,08 в. п. порівняно із середнім CAG для всієї вибірки, що становить 0,24 в. п. Водночас абсолютне відхилення між середніми значеннями цих двох діапазонів, $|CAG - CAGF|$, дорівнює 0,17 в. п. Тобто діапазон плаваючої ставки підтверджує напрямок результату, хоча й із меншою магнітудою. Показник співвідношення є нестабільним у восьми країнах (позначених ¶), через що адитивний CAG залишається основним, а в чотирьох країнах (позначених §) простежується зміна знака на протилежний між діапазонами фіксації: у Бельгії, на Кіпрі та в Португалії обидва діапазони знаходяться в межах 0,06 в. п. від нуля, тоді як у Нідерландах вони відхиляються на 0,37 в. п., що є другим за величиною відхиленням у таблиці.

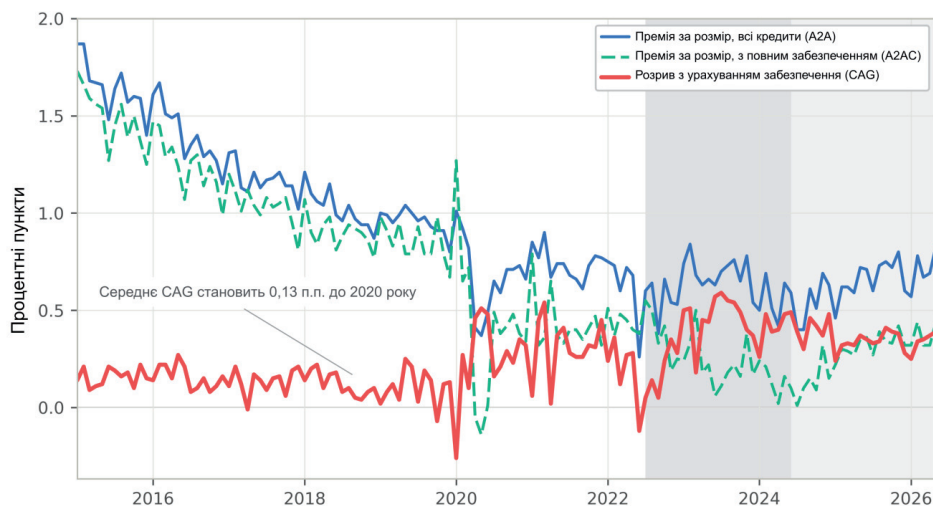
У табл. 3 наведено дані вторинної квартальної панелі, яка пов'язує CAG із коефіцієнтом непрацюючих кредитів (NPL), коефіцієнтом основного капіталу 1-го рівня (CET1) та суверенним спредом за моделлю з двосторонніми фіксованими ефектами. У рівневій формі коефіцієнт NPL (+0,0246) та коефіцієнт суверенного спреда (-0,1791) є значущими на рівні 1% як за моделлю Дрісколла – Краая, так і за помилками, що кластеризовані за країнами. Коефіцієнт CET1 є незначущим, а внутрішнє R^2 наближається до нуля. Однофакторна перевірка підтверджує оби-

два знаки. Ці взаємозв'язки зникають у перших різницях, де коефіцієнт NPL втрачає значущість, водночас лише суверенний спред зберігає граничну значущість із внутрішнім R^2 на рівні 0,03. Таким чином, панель фіксує низькочастотну синхронність, а не набір визначальних факторів. На рис. 4 наведено середні значення за країнами у пре- та рестриктивній фазах монетарної політики.

Опитування SAFE підтверджує обидва складові блоки окремо. Як показано в таблиці A1, малі та середні підприємства Єврозони сплачували вищі відсоткові ставки, ніж великі компанії, у всіх 17 хвилях з 2014-S1 по 2022-S1, а повна послідовність «мікро $\geq$ малі $\geq$ середні $\geq$ великі» зберігалася у 16 із 17 хвиль. Винятком став період 2020-S1 на початку пандемії COVID. Це підтверджує трактування діапазону розміру кредиту як проксі-показника розміру підприємства. Щодо каналу забезпечення, таблиця A2 відображає чисту частку МСП, які повідомляли про жорсткіші вимоги до забезпечення, що перевищувала частку великих підприємств у 31 із 34 хвиль у період з 2009-S1 до 2025-S2, у середньому становила +6,3 в. п. у 2022–2023 рр. проти +4,3 в. п. у 2018–2021 рр. Така зміна підтверджує напрямок дії цього каналу, а не його ослаблення, яке фіксує показник CAG.

Рисунок 2

Премія за розмір кредиту для МСП у Єврозоні та її розрив з урахуванням забезпечення (CAG)



Примітка: Премія за розмір у Єврозоні (U2) за новими кредитами нефінансовим корпораціям (ставка за кредитами $\leq 0,25$ млн євро мінус ставка за кредитами > 1 млн євро), щомісяця за період з січня 2015 року по травень 2026 року, для всіх кредитів (A2A) та для кредитів із повним забезпеченням (A2AC, покриття $\geq 100\%$), а також їхня різниця – CAG. Виділені смуги позначають рестриктивну (з липня 2022 року по травень 2024 року) та фази нормалізації (з червня 2024 року) політики ЄЦБ. A2AC є підмножиною A2A, тому CAG є умовним ослабленням, а не причинно-наслідковим ефектом; діапазон сум кредитів слугує орієнтиром розміру підприємства.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

Премія за розмір кредиту з урахуванням забезпечення: наскільки її зменшує повне забезпечення для малих та середніх підприємств Єврозони

На рис. 2 зображено тенденцію до зниження премії за розмір кредиту для Єврозони. Використання такої самої декомпозиції до кожної країни окремо дає змогу визначити, чи відповідають показники окремих країн цьому сукупному показнику.

Таблиця 1

CAG за країнами та фазами політики ЄЦБ

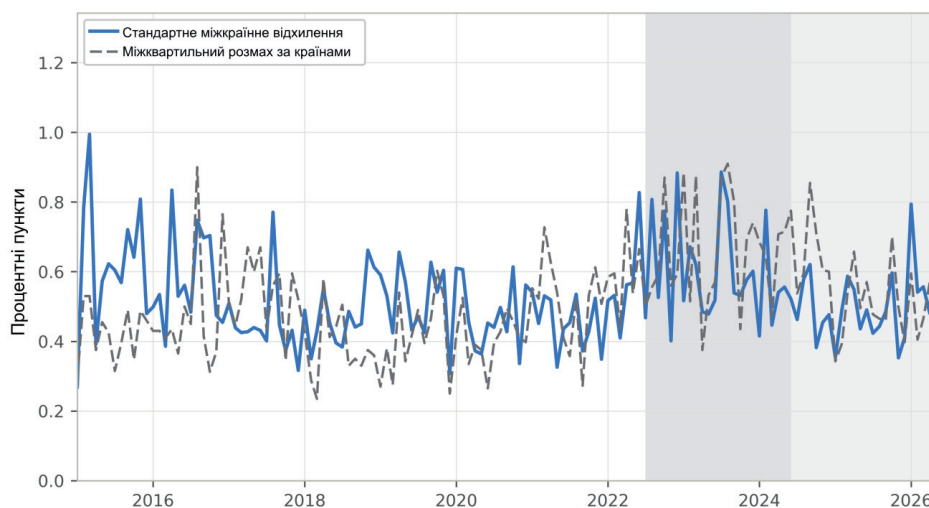
Країна	Дорестрикативна	Рестрикативна	Нормалізація	Δ (Рест.– Дорест)
Австрія	0,51	0,71‡	0,71	0,20
Бельгія	–0,01	0,01	0,03	0,02
Кіпр	0,07	–0,53†‡	–0,16	–0,60
Німеччина	0,51	0,73	0,61	0,23
Естонія	0,13	0,07	0,15	–0,06
Іспанія	–0,02	0,66	0,31	0,68
Фінляндія	–0,04	0,07	0,75	0,11
Франція	0,29	0,35	0,45	0,06
Греція	0,13	0,11‡	0,21	–0,01
Хорватія	0,00	0,35	0,98	0,35
Ірландія	0,79	0,22†‡	0,16	–0,57
Італія	–0,17	–0,23	0,04	–0,06
Литва	–0,01	–0,07	0,04	–0,07
Люксембург	0,02	0,67‡	0,44	0,66
Латвія	0,36	0,69‡	0,58	0,32
Мальта	–0,74	–0,53‡	0,33	0,21
Нідерланди	0,13	0,37	0,09	0,23
Португалія	–0,02	–0,04	0,05	–0,02
Словенія	0,16	–0,42	–0,63	–0,58
Словаччина	0,50	0,59	0,03	0,10
Єврозона	0,18	0,38	0,36	0,20

Примітка: середнє значення CAG за фазою (в. п.). $CAG = SizePremA2A - SizePremA2AC$. Позитивне значення CAG вказує на те, що премія за розмір є меншою в сегменті з повним забезпеченням. A2AC є підмножиною A2A, тому CAG є умовним ослабленням, а не причинно-наслідковим ефектом; діапазон сум кредитів слугує орієнтиром розміру підприємства. † середнє значення для рестрикативної фази за менш ніж 15 повних місяців; ‡ охоплення менше 120 із 137 місяців. Розриви обчислюються на основі незаокруглених значень і можуть відрізнятися від різниці округлених показників на 0,01.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

Середні значення фаз закріплюють кожен елемент на одному рівні у відповідній фазі і не дають жодної інформації про те, коли і на яку відстань ці показники віддалялися один від одного щомісяця. Це потребує окремої оцінки.

Рисунок 3

Міжкраїнна дисперсія за показником CAG

Примітка: стандартне відхилення та міжквартильний розмах показника CAG на міжкраїнному рівні для 20 країн Єврозони включно, поданий щомісяця за період з січня 2015 року по травень 2026 року, для тих місяців, за які звітність надали щонайменше 12 країн. Виділені смуги позначають рестриктивну (з липня 2022 року по травень 2024 року) та фазу нормалізації (з червня 2024 року) монетарної політики ЄЦБ. Міжквартильний розмах є більш надійним показником.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

На результати вимірювань, отримані в наслідок обчислень, впливають два фактори: вибір, зроблений у процесі побудови методу вимірювання, та повнота серії даних, на якій він ґрунтується. У табл. 2 розглянуто обидва аспекти.

Таблиця 2

Діагностика вимірювань та стійкість діапазону фіксації CAG

Країна	CAG (в. п.)	Частка	Нижче порогу (%)	CAGF (в. п.)	CAG-CAGF	Охоплення
Австрія	0,59	0,78	13,8	0,55	0,04	116
Бельгія	0,00	0,30¶	97,8	-0,01§	0,01	135
Кіпр	-0,06	0,04¶	61,6	0,02§	0,08	99
Німеччина	0,56	0,47	2,9	0,37	0,19	136
Естонія	0,12	0,07	7,4	0,14	0,02	135
Іспанія	0,15	-0,01¶	43,1	0,14	0,02	137
Фінляндія	0,13	0,11	2,4	0,28	0,15	123
Франція	0,33	0,53¶	65,0	0,24	0,09	137
Греція	0,14	0,10	9,3	0,14	0,01	108
Хорватія	0,23	0,13	18,2	0,21	0,02	137
Ірландія	0,58	0,28	14,0	0,50	0,08	107
Італія	-0,14	-0,11	0,0	-0,19	0,04	128
Литва	-0,01	0,11¶	70,1	-0,05	0,04	137
Люксембург	0,25	0,40¶	26,9	0,26	0,01	104
Латвія	0,48	0,44	20,8	0,31	0,17	106
Мальта	-0,45	0,10¶	57,7	-0,65	0,21	104
Нідерланди	0,17	0,11	0,8	-0,21§	0,37	133
Португалія	-0,01	-0,01	10,9	0,02§	0,03	137
Словенія	-0,07	0,11¶	27,0	-0,14	0,07	137
Словаччина	0,43	0,25	6,6	0,04	0,39	137
Єврозона	0,24	0,25	6,6	0,08	0,17	137

Примітка: CAG – це адитивне середнє значення повної вибірки (основний показник). Частка дорівнює одиниці мінус співвідношення середніх премій, тобто частка премії за всіма кредитами, зменшена за умови повного покриття; ¶ позначає нестабільні частки, оскільки премія за всіма кредитами наближається до нуля (Нижче порогового значення = частка місяців, у яких вона опускається нижче мінімального рівня 0,50 в. п., що застосовується до цього співвідношення). CAGF перераховує розрив за найкоротшим періодом фіксації ставки (MAT = F: плаваюча ставка або початкова фіксація ставки терміном до одного року); § позначає зміну знака між періодами фіксації. Покриття – це місяці з повними даними із загальної кількості в 137. Абсолютне відхилення обчислюється на основі незаокруглених значень і може відрізнятися від різниці заокруглених на 0,01.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

Діагностика стосується побудови методу вимірювання, а не того, що на нього впливає. Фактори впливу розглянуто в наступному щоквартальному огляді.

Таблиця 3

СAG, банки та суверенні показники: асоціації на рівні вторинної панелі

Специфікація	Коефіцієнт NPL	Коефіцієнт CET1	Сув. спред	внутрішній R ²	К-сть	Суб'єкти
У рівнях 2wFE (за Дрісколлом-Креєм)	0,0246*** (0,0060)	0,0126 (0,0103)	-0,1791*** (0,0458)	-0,0000	804	20
У рівнях, 2wFE (кластеризація за країнами)	0,0246*** (0,0085)	0,0126 (0,0192)	-0,1791*** (0,0523)	-0,0000	804	20
У рівнях, 2wFE, однофакторна: NPL	0,0105*** (0,0028)			-0,0083	804	20
У рівнях, 2wFE, однофакторна: суверенний спред			-0,0355* (0,0203)	0,0013	804	20
У перших різницях (кластеризація за країнами)	0,0107 (0,0088)	0,0203 (0,0232)	-0,0918* (0,0544)	0,0318	777	20

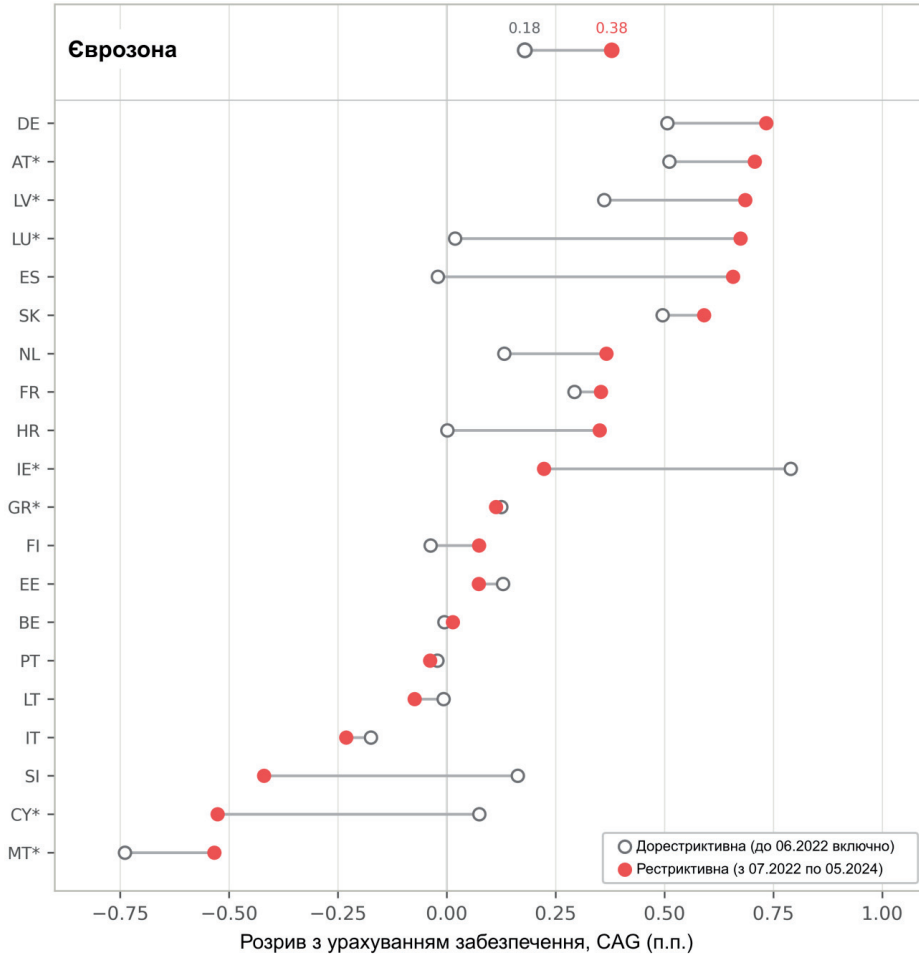
Примітка: Додатковий та описовий аналіз. Двофакторна (за країною та часом) регресія з фіксованими ефектами, що досліджує вплив квартального СAG на коефіцієнти непрацюючих кредитів (NPL) та CET1 банків, а також на 10-річний суверенний спред у 20 країнах Єврозони за період з 1-го кварталу 2015 року до 4-го кварталу 2025 року (незбалансований; панель закінчується в 4-му кварталі 2025 року з коваріатами CBD2). Сильні асоціації на рівні значень різко слабшають при застосуванні першої похідної, а внутрішнє R² для рівнів наближається до нуля. Стандартні похибки наведено в дужках; у двох однофакторних рядках вказано стандартні похибки за методом Дрісколла-Крея; *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,10.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); Консолідовані банківські дані ЄЦБ (CBD2) (European Central Bank, 2026a); Eurostat (2026); розрахунки автора.

Панельний аналіз враховує різницю між країнами у вигляді фіксованих ефектів. На рис. 4 відображено ці відмінності: середні значення за двома фазами представлені окремими лініями для кожної країни.

Рисунок 4

Міжкраїнна гетерогенність в CAG: дорестриктивна проти рестриктивної фази



Примітка: Середнє значення CAG за країнами у дорестриктивній (січень 2015 р. – червень 2022 р.) та рестриктивній фазах монетарної політики (липень 2022 р. – травень 2024 р.), впорядковані за значенням рестриктивної фази; Єврозона (U2) представлена окремим рядком-орієнтиром. Зірочкою позначено країни, зазначені в табл. 1: охоплення менше 120 із 137 місяців (‡) або середнє значення рестриктивної фази, розраховане на основі менше ніж 15 повних місяців (†). Наведено описові середні значення для фаз, а не причинно-наслідкові ефекти для країн.

Джерело: Статистика процентних ставок монетарних фінансових установ (MIR) (European Central Bank, 2026b); розрахунки автора.

Обговорення

Значна та мінлива в часі частка премії за розміром кредиту для МСП у Єврозоні послаблюється серед кредитів, забезпечених заставою або гарантіями з повним покриттям. Середні значення для фаз демонструють не симетричний цикл, а тенденцію до зростання з подальшою стабілізацією. Розширення показника CAG на тлі скорочення A2AC означає, що на забезпечення припадає більша частка премії, яка скоротилася з 2019 р. За умови повного покриття зберігається менша, а не більша частина націнки за розмір кредиту. Оскільки кредити сегменту A2AC є підмножиною A2A, CAG вимірює умовне послаблення спостережуваної премії, а не причинно-наслідковий вплив забезпечення на ціноутворення, адже ці два сегменти відрізняються як за складом позичальників, так і за рівнем покриття. Це трактування узгоджується з висновками Holton & McCann (2021) щодо наявності суттєвої премії за фінансування малих підприємств. Однак розбіжність стосується її структури. Внутрішньобанківський спред у згаданому дослідженні обмежений 2015-м роком і ніколи не зумовлюється статусом забезпечення. Водночас у цій роботі показник залишкової премії, що зберігається за умови повного покриття, скорочується з 0,79 до 0,15 в. п. у період з червня 2019 р. по грудень 2024 р. Цього скорочення безумовний метод вимірювання не може виявити, оскільки вибірка охоплює цикл 2022–2026 рр., що виходить за межі рамок дослідження. Зазначена тенденція також узгоджується з класичним поглядом на забезпечення як на механізм скринінгу та сортування, що дозволяє позичальникам з нижчим рівнем ризику диференціюватися за ціною (Bester, 1985), а також із європейськими емпіричними даними щодо детермінант забезпечення (Jiménez et al., 2006).

Міжкраїнна дисперсія в показниках CAG зростала одночасно з його рівнем і зберігалася протягом рестриктивної фази, не зникаючи навіть після досягнення пікових значень облікових ставок (рис. 3). Отримані результати узгоджуються з літературою з питань фрагментації щодо стійкості міжкраїнної гетерогенності, незалежно від того, чи аналізується вона через призму перенесення змін на ставки за кредитами (Holton & Rodríguez d'Acuña, 2015; Tran et al., 2026; Vilerts et al., 2025), трансмісії спільної монетарної політики (Gagnon & Gimet, 2023) або доступу МСП до фінансування та його вартості (Calabrese et al., 2021). Відмінність полягає в об'єкті дослідження: зазначені праці вимірюють рівні ставок або умови доступу, а не зумовлену забезпеченням складову премії за розмір кредиту, яку неможливо виокремити шляхом аналізу лише рівнів ставок. Дисперсія відображає розбіжність показника CAG; вона не є доказом нерівномірної монетарної трансмісії, оскільки наявні дані не дозволяють її ідентифікувати.

Дві особливості емпіричних даних з опитувань підтверджують таке трактування, не перебільшуючи його значення. Діапазон суми кредиту є проксі-змінною для розміру підприємства. Дані опитування SAFE щодо розміру фірм підтверджують цю тенденцію. МСП сплачували вищі процентні ставки порівняно з великими підприємствами, у кожному циклі опитування за пунктом рівня ставок, а повна послідовність категорій – мікро-, малі, середні та великі підприємства – зберігалася у всіх циклах, крім одного, що припав на початок пандемії COVID-19 (Таблиця A1). Щодо каналу забезпечення, різниця між МСП та великими підприємствами за показником посилення вимог до забезпечення була позитивною майже у всіх хвилях опитування. Якщо порівняти з 2018–2021 рр., то вона збільшилася у 2022–2023 рр. (Таблиця A2). Це підтверджує спрямованість дії каналу: вимоги до забезпе-

Премія за розмір кредиту з урахуванням забезпечення: наскільки її зменшує повне забезпечення для малих та середніх підприємств Єврозони

чення чинять більший тиск на менші підприємства. Показник «зміна процентних ставок» вилучено з аналізу, оскільки показники для обох сегментів зростали під час циклу підвищення ставок, а розрив ставав від'ємним, що відображає загальний рівень ставок, а не досліджуваний фактор забезпечення.

Вторинна панель вимагає обережної інтерпретації та демонструє найбільш чітке розходження з емпіричною літературою. У рівнях (in levels) показник CAG демонструє спільну позитивну динаміку з коефіцієнтом непрацюючих кредитів (NPL) та обернену – зі спредом суверенних облігацій, тоді як коефіцієнт основного капіталу першого рівня (CET1) є незначущим, а внутрішній R^2 наближається до нуля. Ці взаємозв'язки різко слабшають у перших різницях, де лише суверенний спред зберігає граничну значущість (табл. 3). Дані на рівні окремих кредитів, банків та опитувань пов'язують суверенний стрес та вразливість банківських балансів із вартістю кредитування для фірм та доступом МСП до фінансування (Bofondi et al., 2018; Ferrando et al., 2017; Holton & McCann, 2021); щодо зумовленого забезпеченням розриву, панельні дані підтверджують лише низькочастотну синхронність із цими умовами, які є більше структурним фоном, аніж набором детермінант.

Для центральних банків показник CAG може розраховуватися щомісяця та відповідно до країн на основі опублікованої статистики відсоткових ставок МФО (MIR). Це дає змогу відстежувати зумовлену забезпеченням складову вартості за позичень для МСП без збору нових даних; вона зросла разом із посиленням монетарної політики і відтоді залишається на високому рівні. Для наглядових органів задокументована вище дисперсія означає, що зумовлена забезпеченням складова вартості за позичень для МСП суттєво відрізняється серед країн-членів одного монетарного союзу, що слугує вхідними даними для моніторингу доступу до фінансування. Для кредиторів структура премії змінилася: у червні 2019 р. більша її частина (0,79 з 1,00 в. п.) зберігалася за умови повного покриття, водночас у грудні 2024 р. – лише близько чверті (0,15 з 0,63 в. п.), що є орієнтиром для встановлення вимог до забезпечення та ціноутворення за малими кредитами.

Застосування цього показника має низку обмежень. Ставки MIR є середніми значеннями на рівні країн за певними діапазонами сум: через відсутність інформації на рівні окремого кредиту чи підприємства, характеристики позичальника, банку та їхніх взаємовідносин не можуть розглядатися як константи, а одна й та сама компанія ніколи не фіксується в даних одночасно з повним покриттям і без нього. Розрив «A2A мінус A2AC» змішує незабезпечені та частково забезпечені кредити, тому його не можна трактувати як премію за кредитами без жодного забезпечення. Основний сукупний показник строковості є зваженим за обсягом у розрізі періодів фіксації ставки; це обмеження вирішується через перевірку стійкості моделі з плаваючим діапазоном, яка підтверджує збереження напрямку за меншої магнітуди (табл. 2). Охоплення країн є нерівномірним; фаза нормалізації аналізується на 24-місячному вікні, яке ще не завершилося, а комірки рестриктивної фази для Кіпру та Ірландії базуються на менш ніж 15 повних місяцях (табл. 1). Показник CAG найкраще трактувати як описовий, публічний, високочастотний індикатор атенуованої частки премії за розмір кредиту та її міжкрайньої дисперсії. Він не є оцінкою причинно-наслідкових зв'язків, вимірником добробуту чи заміником аналізу на рівні окремих кредитів.

Висновки

Висновки, які можна зробити з цього дослідження, стосуються не стільки самих оцінок, які повною мірою наведені в попередніх розділах, скільки того, як ця декомпозиція змінює підходи до вивчення фінансування МСП. Премія за розміром кредиту в Єврозоні, яка тривалий час розглядалася як єдиний зведений показник перешкод у фінансуванні малих підприємств, містить два окремі компоненти: залишкову премію, що зберігається навіть за умови повного забезпечення, та атенуйовану забезпеченням частку, яка зросла з переходом у рестриктивну фазу і залишалася високою після цього. Відтак, порівняння загальних премій між країнами або в часі змішує компонент, що зберігається за умов повного забезпечення, з компонентом, який не зберігається. Відповідно, дослідження монетарної трансмісії та фінансової фрагментації отримують новий вимір, який не фіксується індикаторами вартості запозичень, що базуються на рівнях, та попередніми оцінками внутрішньобанківських спредів.

З практичного погляду, показник CAG є радше інструментом моніторингу, а не важелем впливу на політику. Він може щомісяця і без додаткових витрат на збір даних сигналізувати про те, де премія за розмір найбільше послаблюється за умови повного забезпечення, а його міжкраїнна дисперсія пропонує зумовлену забезпеченням оцінку фрагментації, яка доповнює стандартні зведені показники вартості запозичень, що відстежуються центральними банками.

Цей індикатор сдоцільно використовувати з урахуванням методології його побудови. Базові дані є агрегованими показниками на рівні країн за діапазонами сум кредитів, без деталізації на рівні окремих кредитів чи фірм, тому структура в середині діапазону залишається неспостережуваною. Діапазон суми є проксі-змінною для розміру фірми. A2AC є підмножиною A2A, тому розрив фіксує умовне ослаблення за статусом забезпечення, а не причинно-наслідковий вплив забезпечення на будь-який конкретний кредит. Вторинна панель закріплює зв'язки в рівнях з банками та суверенними умовами, які різко слабшають у процесі переходу до першого диференціювання, залишаючи гранично значущим лише суверенний спред, що обмежує ці докази низькочастотною спільною динамікою. Такі обмеження, детальніше розглянуті в розділі «Обговорення», визначають межі можливостей застосування показника CAG.

Такі межі формують напрями подальших досліджень. Дані на рівні окремих кредитів, чи то з AnaCredit, чи з національних кредитних реєстрів, дали б змогу розділити ослаблення на складові ціноутворення та структури в середині діапазонів і пов'язати його з характеристиками позичальників. Сама методологія є універсальною: будь-яка статистична система, що публікує ставки за кредитами відповідно до статусу забезпечення та діапазону суми кредиту, може відтворити цей показник. Держави-члени Європейського Союзу, що не входять до Єврозони, разом із банківськими системами, в яких відрізняються практики забезпечення кредитів, створюють природне середовище для перевірки того, чи повторюється описаний тут профіль. Подальше розширення передбачає пов'язування індикатора з реальними економічними результатами, такими як інвестиції, зайнятість та виживання підприємств, а не лише з ціноутворенням за кредитами. Оскільки часовий ряд оновлюється щомісяця, за індикатором також можна спостерігати протягом наступної фази циклу процентних ставок у міру її розгортання, а не реконструювати його постфактум. Висновок є навмисно стри-

Премія за розмір кредиту з урахуванням забезпечення: наскільки її зменшує повне забезпечення для малих та середніх підприємств Єврозони

маним: у період 2015–2026 рр. у Єврозоні премія за розмір кредитів для МСП послаблюється за умови повного забезпечення, хоча й нерівномірно в різних країнах, однак вона не зникає повністю.

Список використаної літератури

- Altavilla, C., Ellul, A., Pagano, M., Polo, A., & Vlassopoulos, T. (2025). Loan guarantees, bank lending and credit risk reallocation. *Journal of Financial Economics*, 172, Article 104137. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104137>
- Altavilla, C., Gürkaynak, R. S., & Quaedvlieg, R. (2024). Macro and micro of external finance premium and monetary policy transmission. *Journal of Monetary Economics*, 147, Article 103634. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2024.103634>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *The Journal of Business*, 68(3), 351–381. <https://doi.org/10.1086/296668>
- Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 75(4), 850–855. <http://www.jstor.org/stable/1821362>
- Bofondi, M., Carpinelli, L., & Sette, E. (2018). Credit supply during a sovereign debt crisis. *Journal of the European Economic Association*, 16(3), 696–729. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvx020>
- Calabrese, R., Girardone, C., & Scip, A. (2021). Financial fragmentation and SMEs' access to finance. *Small Business Economics*, 57(4), 2041–2065. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00393-1>
- Degryse, H., De Jonghe, O., Laeven, L., & Zhao, T. (2025). *Collateral and credit* (ECB Working Paper Series No. 3095). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3095~0e81ee7f34.en.pdf>
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- European Central Bank. (2013a). Developing cost-of-borrowing indicators for the euro area. In *ECB Monthly Bulletin* (August 2013, Box 1, pp. 76–79). <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201308en.pdf>
- European Central Bank. (2013b). Regulation (EU) No 1072/2013 of the European Central Bank of 24 September 2013 concerning statistics on interest rates applied by monetary financial institutions (recast) (ECB/2013/34). *Official Journal of the European Union*, L 297, 51–72. <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1072/oj>
- European Central Bank. (2024). *Financial integration and structure in the euro area*. <https://www.ecb.europa.eu/press/fie/html/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.html>
- European Central Bank. (2026a). *Consolidated banking data (CBD2)* [Data set]. ECB Data Portal. Retrieved July 11, 2026, from <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/CBD2>

- European Central Bank. (2026b). *MFI interest rate statistics (MIR)* [Data set]. ECB Data Portal. Retrieved July 11, 2026, from <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/MIR>
- European Central Bank. (2026c). *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)* [Data set]. ECB Data Portal. Retrieved July 11, 2026, from <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/SAFE>
- Eurostat. (2026). *EMU convergence criterion series - monthly data [irt_lt_mcby_m]* [Data set]. Retrieved July 11, 2026, from https://doi.org/10.2908/irt_lt_mcby_m
- Ferrando, A., Popov, A., & Udell, G. F. (2017). Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey. *Journal of Banking & Finance*, 81, 65–80. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.04.012>
- Finnegan, M., & Kapoor, S. (2023). ECB unconventional monetary policy and SME access to finance. *Small Business Economics*, 61(3), 1253–1288. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00730-0>
- Gagnon, M.-H., & Gimet, C. (2023). One size may not fit all: Financial fragmentation and European monetary policies. *Review of International Economics*, 31(1), 305–340. <https://doi.org/10.1111/roie.12627>
- Holton, S., & McCann, F. (2021). Sources of the small firm financing premium: Evidence from euro area banks. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 271–289. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1789>
- Holton, S., & Rodriguez d'Acri, C. (2015). *Jagged cliffs and stumbling blocks: Interest rate pass-through fragmentation during the euro area crisis* (ECB Working Paper Series No. 1850). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1850.en.pdf>
- Jiménez, G., Salas, V., & Saurina, J. (2006). Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 255–281. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.003>
- Kallandranis, C., Anastasiou, D., & Drakos, K. (2023). Credit rationing prevalence for Eurozone firms. *Journal of Business Research*, 158, Article 113640. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113640>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <https://www.jstor.org/stable/1802787>
- Tran, V. T. T., Valadkhani, A., Moradi-Motlagh, A., & Tajaddini, R. (2026). Deposit and lending interest rate pass-through: Evidence from selected euro area countries. *International Review of Finance*, 26(2), Article e70080. <https://doi.org/10.1111/irfi.70080>
- Vilerts, K., Anyfantaki, S., Benkovskis, K., Bredl, S., Giovannini, M., Horky, F. M., Kunzmann, V., Lalinsky, T., Lampousis, A., Lukmanova, E., Petroulakis, F., & Zutis, K. (2025). *Details matter: Loan pricing and transmission of monetary policy in the euro area* (ECB Working Paper Series No. 3078). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3078~69f1be5d2f.en.pdf>

Премія за розмір кредиту з урахуванням забезпечення: наскільки її зменшує повне забезпечення для малих та середніх підприємств Єврозони

Додаток А

Підтвердження даних на основі опитування SAFE в розрізі розміру підприємств

Таблиця А1

SAFE: рівень процентних ставок за кредитними лініями та банківськими овердрафтами залежно від розміру підприємства

Хвиля	Мікро	Малі	Середні	Великі	МСП	МСП-Великі
2014-S1	7,71	5,79	3,88	3,23	5,96	2,73
2015-S1	5,57	4,31	3,44	2,58	4,43	1,84
2017-S1	4,73	2,91	2,04	1,44	3,22	1,79
2019-S1	4,27	3,13	1,98	1,39	3,09	1,70
2021-S1	3,30	2,19	1,75	1,06	2,35	1,29
2022-S1	3,68	<u>3,17</u>	<u>2,35</u>	<u>2,17</u>	<u>3,00</u>	<u>0,83</u>

Примітка: Єврозона. Зважена середня відсоткова ставка, що нараховується за запитуваною кредитною лінією або банківським овердрафтом (у відсотках), у розрізі розміру підприємств, на основі пункту опитування SAFE щодо рівня відсоткових ставок (Q8B, збір даних припинено після 2022-S1). Цей пункт охоплює інструмент, що не входить до категорії A2A, яка виключає відновлювальні кредити, овердрафти й заборгованість за кредитними картками; він підтверджує напрямок залежності ціноутворення банків від розміру компанії, а не рівень премії за кредитами A2A. Наведено окремі репрезентативні хвилі; в основі представленої статистики лежить повна серія з 17 хвиль за період із 2014-S1 по 2022-S1, протягом яких МСП сплачували вищі відсотки, ніж великі підприємства, в усіх 17 хвилях, а розрив між МСП та великими компаніями коливався від 0,83 до 2,73 п.п. Розриви розраховуються на основі незаокруглених значень і можуть відрізнятися від різниці заокруглених показників на 0,01.

Джерело: Опитування ЄЦБ щодо доступу підприємств до фінансування (SAFE) (European Central Bank, 2026с); розрахунки автора.

Таблиця A2 зміщує фокус із вартості кредиту на забезпечення, що вимагається за кредитом. Вона фіксує заявлену динаміку змін, а не абсолютний рівень.

Таблиця A2

SAFE: зміна вимог до забезпечення, МСП у порівнянні з великими підприємствами

Хвиля	МСП	Великі	МСП–Великі
2021-S1	13,2	4,1	9,1
2021-S2	14,7	10,7	3,9
2022-S1	21,4	12,8	8,6
2022-S2	21,4	16,6	4,8
2023-S1	23,2	17,5	5,7
2023-S2	19,6	13,4	6,2
2024-S1	17,0	12,6	4,5
2024-S2	13,5	9,6	3,9
2025-S1	14,5	16,1	–1,7
2025-S2	16,6	9,2	7,4

Примітка: Єврозона. Чистий відсоток підприємств, які повідомили про посилення вимог до забезпечення (кількість тих, хто повідомив про посилення, мінус кількість тих, хто повідомив про послаблення), за розміром підприємства, піврічні дані за період з 2009-S1 по 2025-S2 Наведено 10 останніх хвиль, а в основі поданої статистики лежить повна серія даних. Додатний розрив «МСП–Великі підприємства» вказує на те, що чиста частка МСП, які повідомили про посилення вимог до забезпечення, перевищувала відповідну частку серед великих підприємств. Редизайн опитування SAFE 2024 року (30-й раунд, перший квартал 2024 року: менша вибірка та перероблена анкета) позначено окремо; ЄЦБ продовжує вести піврічну серію даних наскрізно, і вона використовується без змін, при цьому щоквартальні дані після 2024 року не долучаються. Цей розрив є показником зміни, який підтверджує напрямок дії каналу забезпечення, а не величину атенуйованої забезпеченням частки, що вимірюється показником CAG. Розриви розраховуються на основі незаокруглених значень і можуть відрізнятися від різниці заокруглених показників на 0,1.

Джерело: Опитування ЄЦБ щодо доступу підприємств до фінансування (SAFE) (European Central Bank, 2026с); розрахунки автора.

Отримано: 12 липня 2026 р.
Рецензовано: 14 вересня 2026 р.
Рекомендовано до друку: 18 вересня 2026 р.