

Незважаючи на існуючі масштабні наукові розвідки, у майбутньому важливо провести дослідження, що спрямовані на розроблення інструментів і механізмів роботи на ринках фінансових послуг віртуальних цифрових коворкінгів, цифрових хабів, хабів-асоціацій і хакатонів. Доцільною також є розробка win-win фреймворку та систему взаємодії, власне, з розробниками фінансових інновацій і технологій, адже фінансовий світ стає більш глобальним, швидким, мобільним і цифровим.

4.4. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору

Воєнний і поствоєнний періоди характеризуються необхідністю пошуку шляхів забезпечення ефективної взаємодії всіх сегментів фінансового простору, що ускладнюються масштабністю понесених втрат, зокрема ресурсних і фінансових. У цьому руслі актуалізується дослідження всіх можливих аспектів забезпечення ефективної взаємодії боргового та банківського сегментів, що дозволить скеровувати обмежені фінансові потоки в оптимальні русла. Вивчення ключових аспектів функціонування банківського та боргового сегментів, включаючи аналіз основних показників, а також адаптаційні заходи державної політики, що спрямовані на забезпечення стабільності зазначених сегментів, дозволить виявити наявні проблеми розподілу інвестиційних ресурсів та запропонувати згладжувальні заходи. Ефективність взаємодії банківського та боргового сегментів оцінюватиметься з позиції балансу інвестиційної активності банківських установ на ринку державних боргових цінних паперів та ймовірності виникнення «ефекту витіснення».

Проблеми, що виникали у борговому сегменті України, носять перманентний характер. Водночас розмір державного боргу постійно змінюється як в абсолютному вимірі, так і щодо важливих макроекономічних показників. У період воєнного стану, коли форс-мажорне фінансування видатків виходить за межі фіскальних можливостей України, лише посилить існуючі проблеми, вирішення яких перебуває у площині повоєнної трансформації фінансового простору. За цих обставин зазначимо, що проблематика надмірного боргового навантаження, що проходить межею боргової безпеки України, носить накопичувальний характер і зародилась далеко до початку військових дій на території України.

Водночас зазначимо, що борговий сегмент економіки не існує ізольовано, а тісно пов'язаний з усіма іншими елементами, зокрема кредитним та інвестиційним. Науковцями всесторонньо досліджується питання взаємозв'язку, що існує між макроекономічними показниками та показниками, що характеризують стан державного боргу, який існує в рамках боргового сегмента держави. Так, взаємозв'язок між державним боргом та економікою досить складний і неоднозначний. Саме тому не існує єдиного бачення щодо впливу державних боргів на економіку. Діаметрально-протилежними є бачення, що описують ідеї абсолютного ринкового лібералізму, які наполягають на однозначно негативному впливі державних боргів на стан національних економік; та думки, які вважають державний борг невід'ємним інструментом державного регулювання економіки, який повинен бути об'єктивно притаманний будь-якій економіці.

Вважається, що першими, хто висловлював думки щодо економічної сутності державного боргу, були меркантилісти. Притаманні меркантилістам погляди на абсолютну форму багатства, яка існувала у грошах, логічно підводять їх до позитивних трактувань державного боргу, який виникає через приплив тих самих грошей в економіку. Вони вважали позитивним та природним те, що держава фінансувала власні функції за рахунок позик і не одобрювали будь-які втручання у цей процес⁶⁷⁶. Противагою поглядам меркантилістів стали погляди фізіократів, які сфокусувались на вивченні сфери виробництва, а отже, саме виробництво вважали джерелом багатства. Саме фізіократи звернули увагу на те, що державні позики є причиною відтягування фінансових ресурсів від сфери виробництва.

Представники класичної школи політичної економії вважали, що державний борг може бути виключно фінансовим інструментом, а не регулюючим. Неможливо накопичити капітал і наростити національне багатство, якщо постійно фінансувати державні видатки за рахунок позик⁶⁷⁷. Причини зниження економічної ефективності та ірраціональної економічної поведінки криються у збільшенні державного

⁶⁷⁶ Історія економічних вчень : навч. посіб. / за ред. В. В. Кириленка. Тернопіль : Економічна думка, 2007. 233 с.

⁶⁷⁷ Сміт А. Багатство народів. Дослідження про природу та причини добробуту націй. К. : Наш формат, 2018. 735 с.

боргу, збільшення якого, зі свого боку, заважає об'єктивно оцінити стан економіки країни⁶⁷⁸.

Проте в історичній ретроспективі, все частіше почали виникати запитання, які стосувались цілей державних запозичень та макроекономічних наслідків. Державний борг розглядався як елемент державного регулювання економіки. У кінці XIX століття німецький економіст А. Вагнер описав основні принципи, які лежать в основі кредитного фінансування державних видатків, серед яких розрізняв постійні – які варто фінансувати за рахунок фіскальних джерел, та непередбачувані, фінансування яких варто здійснювати за рахунок запозичених коштів. Водночас А. Вагнер виокремив певні критерії, які відносять видатки до постійних чи надзвичайних, а саме періодичність, плановість, рентабельність.

Також А. Вагнер досліджував питання зростання державних видатків на фоні темпів виробництва та національного доходу, які, на його думку, збільшуються нерівномірно. Прискорена індустріалізація супроводжується прискореним зростанням частки суспільно-державних видатків у ВВП щодо промислового виробництва. Це так званий закон Вагнера. Критиці піддавалась ця ідея ще багато десятиліть потому, але все ж не заперечувалось, що в окремі періоди в окремих державах дія цього закону мала місце.

2010 року шведські економісти Д. Дюревал та М. Хенрексон, досліджуючи теорію А. Вагнера, виявили, що дійсно існує асиметрія – державні видатки збільшуються швидше в періоди стагнації і набагато повільніше у періоди економічного підйому⁶⁷⁹. Цей факт успішно узгоджується з теорією бізнес-циклів і реалізацією антициклічної державної політики.

Класики політичної економіки, серед яких А. Сміт, Д. Рікардо, Дж.С. Мілль, вважали, що в короткостроковому періоді державні запозичення позитивно впливають на економіку, адже це приплив капіталу. Попри це, в подальшій перспективі державний борг призводить до банкрутства країни, відпливу капіталів та посилення фіскального тиску.

⁶⁷⁸ Ricardo D. On The Principles of Political Economy, and Taxation. Illustrated David Ricardo. URL : https://ionum.com.ua/wp-content/uploads/2022/08/smp2200000097309_fragment.pdf

⁶⁷⁹ Durevall D., Henrekson M. The Futile Quest for a Grand Explanation of Long-Run Government Expenditure. Research Institute of Industrial Economics. *IFN Working Paper*. 2010. № 818. P. 1–46. URL : <http://www.core.ac.uk/download/pdf/6554250.pdf>

Кейнсіанці розглядали державний борг як інструмент впливу на економіку, адже вважали, що він може стимулювати економіку до розвитку. Фінансування капітальних витрат призводить до зростання інвестиційної діяльності, а поточних – до зростання національного сукупного споживання⁶⁸⁰. Кейнсіанці вважали, що державний борг може слугувати засобом заміщення податкових надходжень, коли виникає така необхідність. Послідовники кейнсіанської теорії також стверджували, що планування та державні запозичення стимулюють розвиток економіки.

М. Фрідман та його однодумці (монетаристи) заперечували позитивний вплив державного боргу як інструменту стабілізації економіки як у короткостроковій, так і в довгостроковій перспективі.

Неокласики, зокрема Ф. Модільяні, який продовжив вчення Дж. Бюкенена, звертає увагу на накопичувальний ефект боргу, який має більш відчутний вплив у майбутньому, а не поточному періоді. У кінцевому підсумку приватні капітали зменшуються і зростає його вартість, що проявляється збільшенням процентних ставок. Проте уже в цей період науковці звертають увагу на те, що у випадку спрямування державних видатків в інвестиційне русло, це зменшить негативні прояви державного боргу та приведе до збільшення реальних доходів⁶⁸¹.

Сучасні теорії державного боргу та його впливу на економіку мають дещо інші аспекти:

- першоджерело виникнення державного боргу – дефіцит бюджету і саме тому є первинним макроіндикатором;
- актуалізація питання розподілу боргового тягара державних запозичень.

Нова віха дослідження проблематики державного боргу розпочалась у 90-х роках ХХ ст. Тоді було доведено, що вплив капіталу пов'язаний з короткостроковими запозиченнями, а також, що фінансова система перебуває під впливом довгострокових зобов'язань у системі боргового портфеля. Дж. Тобін зазначив, що потрібно обирати оптимальні форми боргових зобов'язань для зменшення боргових витрат, тобто необхідно користуватись таким інструментом, як борговий менеджмент⁶⁸².

⁶⁸⁰ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. 1999. 352 с.

⁶⁸¹ Modigliani, F. (1961). Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt. *Economic Journal*, no. 71, pp. 730–755.

⁶⁸² Tobin J. An Essay on Principles of Debt Management. Fiscal and Debt Management Policies: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit. *Englewood Cliffs*. N. J. 1968. P. 143–218.

Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

Еволюція економічної думки демонструє неоднозначність поглядів на природу державного боргу, зокрема в частині впливу на ключові макроекономічні показники. Так, спостерігаємо трансформацію поглядів у напрямі визначення визначальної ролі управління й актуалізації ефективності менеджменту у сфері державних фінансів, який і визначає силу впливу боргів на стан національної економіки. Аналізуючи ефективність використання кредитних ресурсів, важливими є не лише розміри державної заборгованості, а також джерела фінансування, процентні ставки. Дефіцит бюджету країни зменшує потенціал зростання виробництва, адже підвищення потреб державного фінансування призводить до переливання коштів із приватного сектору в державний⁶⁸³.

У сучасних ринкових умовах прийняття бюджетів із дефіцитом не є критичним і негативним явищем, адже існують ринкові джерела його фінансування та за умови якісної системи управління – може успішно функціонувати і сприяти розвитку економіки. Якщо раніше вважалося, що бюджетний дефіцит стримує розвиток економіки, то сьогодні можна вважати, що такий бюджет сприяє її розвитку, адже стимулює пошук та винайдення нових інструментів покриття дефіциту. У цьому руслі актуальними залишаються питання ефективного використання ринкових джерел фінансування дефіциту бюджету та проблематики їх освоєння в бюджетному процесі України⁶⁸⁴.

Структура фінансування дефіциту бюджету в розрізі окремих ознак (термін, ставка, сегмент ринку) залежить від державної боргової політики та її пріоритетів. У цьому руслі надважливою ознакою, що характеризує фінансування і формує державний борг, є ринковий сегмент, на якому відбулось залучення коштів – зовнішній чи внутрішній. З позиції впливу на боргову безпеку країни внутрішній державний борг, порівняно із зовнішнім, несе менші загрози. Саме тому пріоритетність запозичень на внутрішніх ринках є панівним принципом державної боргової політики багатьох держав світу.

⁶⁸³ The impact of high and growing government debt on economic growth. *European Central Bank*. URL : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>

⁶⁸⁴ Вергелюк Ю. Ю. Використання ринкових джерел фінансування дефіциту державного бюджету в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. Острог : Вид-во НаУОА, 2022. № 24(52). С. 84–89. Березень.

Відповідно до спостереження за ринками державних запозичень різних країн відображається стійкий тренд переважання внутрішніх інвесторів на ринку державного боргу перед зовнішніми у розвинених країнах. І, навпаки, у країн, що розвиваються, та країн із низьким рівнем розвитку переважають зовнішні інвестори на ринку державного боргу. Водночас науковці зазначають, що більші ризики для держав-позичальників несуть зовнішні інвестори на ринку державного боргу. «Активна політика державних запозичень на зовнішньому ринку обумовлює посилення загроз для стабільності державних фінансів та платіжного балансу України, оскільки комерційні кредитори надають позики нашій державі під доволі високу процентну ставку. Зовнішній державний борг України генерує чималі ризики для фінансової стійкості держави, а подальше залучення у значних обсягах позик від зовнішніх кредиторів в умовах несуттєвих темпів економічного зростання посилює загрози і ризики для макрофінансової стабільності»⁶⁸⁵.

Структура державного та гарантованого боргу України у 2014–2022 рр. ілюструє переважання зовнішньої заборгованості (рис. 4.13).

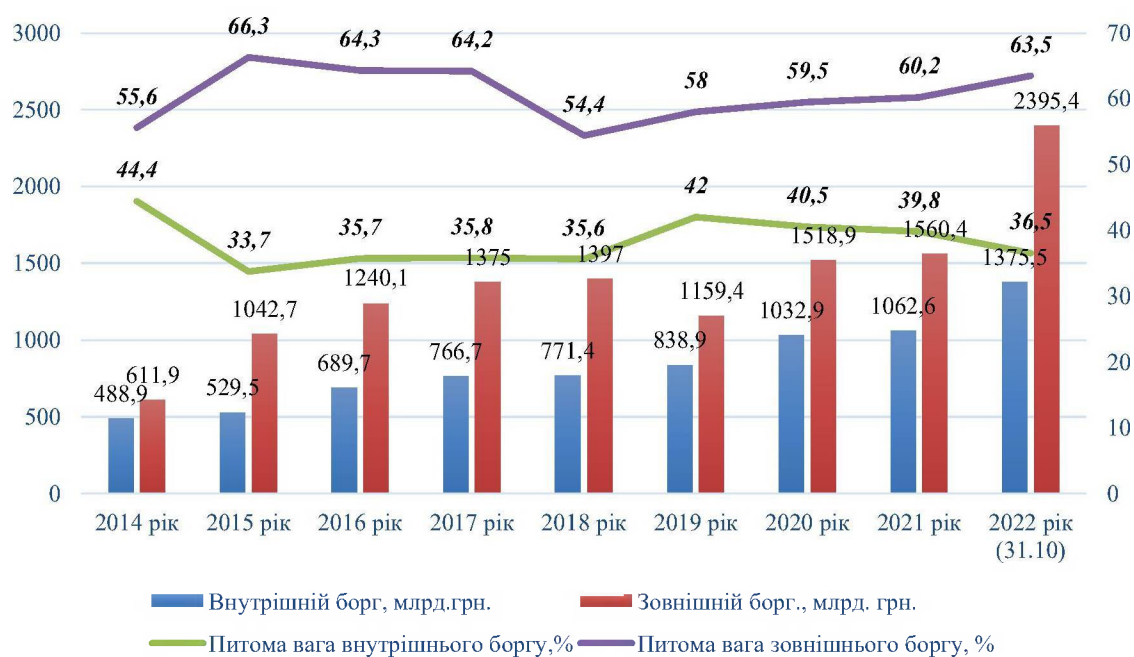


Рисунок 4.13 – Співвідношення внутрішньої та зовнішньої заборгованості у структурі Державного та гарантованого державою боргу України у 2014–2022 роках

Джерело: побудовано за даними⁶⁸⁶.

⁶⁸⁵ Мелих О. Ю. Державний кредит і сучасний стан державного боргу України. *Ефективна економіка*. 2019. № 12. С. 7. URL : http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/12_2019/85.pdf

⁶⁸⁶ Статистика МФУ. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/borgova-politika>

Попри це, зважаючи на значний обсяг сумарної заборгованості України, включаючи державні гарантії, в абсолютному вимірі внутрішні запозичення є суттєвими.

Концептуальні засади управління державним боргом України також спрямовані на зменшення частки зовнішнього боргу. Проте весь період характеризується переважанням зовнішніх запозичень, а з 2019 року показник питомої ваги зовнішнього боргу ілюструє висхідну динаміку. За цих обставин залучення фінансування на зовнішньому ринку відбувається як за рахунок продажу облігацій зовнішньої державної позики, так і за рахунок отримання прямих кредитів від міжнародних фінансових організацій та урядів іноземних держав. А позики на внутрішньому ринку відбуваються за рахунок продажу боргових цінних паперів, здебільшого облігацій внутрішньої державної позики.

Борг, що формується за рахунок продажу державних боргових інструментів, прийнято вважати сек'юритизованим. Дані діаграми ілюструють динаміку сек'юритизованого боргу України, в розрізі продажу облігацій на внутрішньому та зовнішньому ринках (рис. 4.14). Такі запозичення формують сек'юритизований державний борг, який легко піддається механізмам ринкового регулювання. Запозичення на внутрішньому ринку володіють рядом переваг порівняно із зовнішніми позиками держави, які несуть додаткове валютне навантаження та загрожують борговій безпеці. Дані діаграми ілюструють постійне зростання продажу ОВДП, що, порівняно із ОЗДП, є переважачим. Проте з огляду на таку структуру можна припустити існування ефекту витіснення на кредитному ринку в середині країни. Саме цей ефект у випадку банкоцентричної фінансової системи проявляється майже завжди, супроводжуючи взаємодію банківського та боргового сегментів.

В умовах обмеженого фінансування проявом негативного впливу державного боргу на економіку є концентрація попиту на інвестиційні ресурси у межах державного боргового сегменту, що спричиняє так званий ефект витіснення інших суб'єктів економіки із ринку ресурсів. У сучасному світі є приклади високорозвинених економік із великим рівнем державного боргу, що свідчить про варіативність ефекту витіснення. Так, обмеженість грошової маси в межах певної економічної системи є об'єктивним явищем. У межах перерозподілу кредитної пропозиції відбувається спрямування грошових потоків на певних умовах з кредитного сегмента у борговий чи інвестиційний. Нівелювання негативного впливу ефекту витіснення можливо здійснювати за допомогою економічної політики, зокрема монетарної та боргової. Це актуалізує дослідження і вимагає всебічного вивчення.

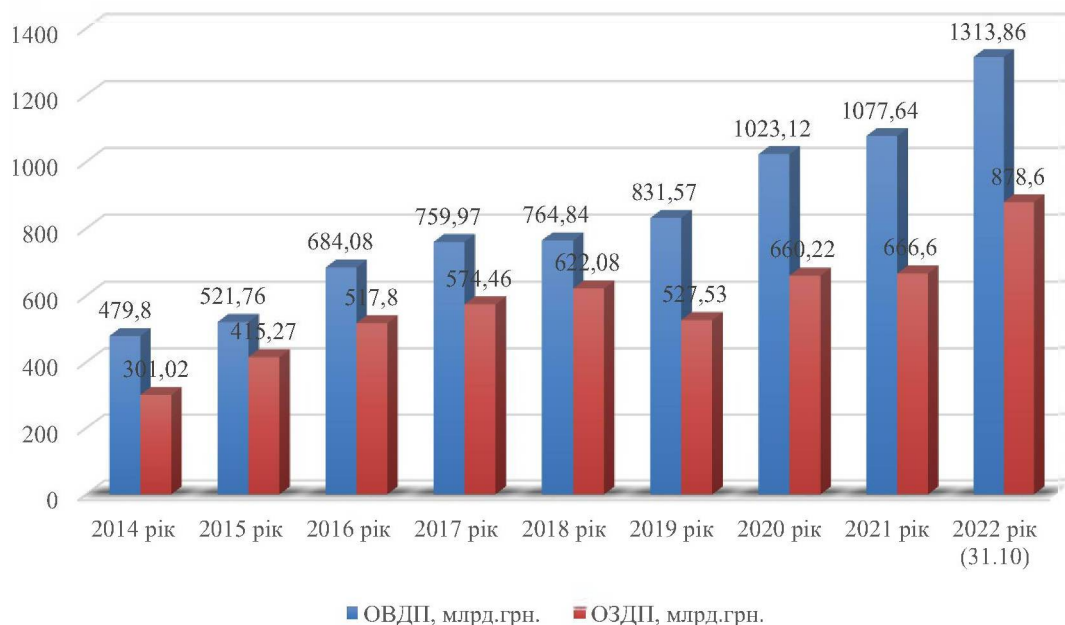


Рисунок 4.14 – Державний та гарантований державою борг України, що сформований за рахунок продажу державних облігацій у 2014–2022 роках, млрд грн

Джерело: побудовано за даними⁶⁸⁷.

У розрізі часового фактора прояву ефекту витіснення варто розрізняти два види цього ефекту.

У поточному періоді проявляється інвестиційне витіснення – обмеження доступу ринкових суб'єктів до кредитних ресурсів через їх підвищену концентрацію в державному борговому сегменті.

У довгостроковому періоді неминучим є фіскальне витіснення – вимушене збільшення податкового навантаження на суб'єктів економіки, що пов'язано із необхідністю погашення накопичених боргів. Зі свого боку це призводить до зниження інвестиційної пропозиції.

Серед негативних проявів ефекту витіснення – зростання відсоткових ставок, яке стримує інвестиції в реальну економіку. Стимулююча фіскальна політика, до якої вдаються у кризові періоди, призводить до підвищення відсоткових ставок і зменшення інвестицій. Згладжування ситуації відбувається шляхом збільшення державних витрат на грошовому ринку, що стимулює попит на гроші і, як наслідок, доступ до кредитних ресурсів приватного сектору економіки падає.

⁶⁸⁷ Статистика МФУ. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk/borgova-politika>

Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

Таке трактування дещо ідеалізоване, адже в сучасних умовах усе відбувається не так послідовно. В умовах України це зумовлено декількома причинами⁶⁸⁸:

- критичними розмірами державного боргу та платежів з його обслуговування;
- значною часткою кредитів міжнародних фінансових установ у структурі залучення на ринку державного боргу;
- потребою у збільшенні частки резидентів у структурі суб'єктів фінансування державного боргу;
- дефіцитом фінансових ресурсів для погашення поточних платежів за існуючими боргами.

Тобто, з одного боку, необхідно розширювати запозичення на внутрішньому ринку та підтримувати інвестиційну привабливість державних боргових інструментів, які для суб'єктів економіки виступають інвестиційним активом поруч з альтернативними пропозиціями, включаючи банківські. З іншого – така політика призводить до ефекту витіснення. Зазначені причини зводяться до зростання необхідності фінансування державного боргу України та збільшення інвестиційної привабливості державних боргових інструментів⁶⁸⁹. Суб'єктами такого витіснення у цьому контексті є позичальники, адже обмежені кредитні ресурси спрямовуються на кредитування потреб держави через купівлю ОВДП, а не на кредитування корпоративних й інших суб'єктів економіки.

Структура в розрізі часток елементів загальних активів банківської системи України у 2016–2022 рр. зображена на рисунку 4.15. Частка ОВДП у портфелях українських банків зросла з 18 % 2016 року до 21,6 % 2022 року. Водночас спостерігаємо постійне зменшення частки кредитів нефінансових корпорацій. Якщо 2016 року їх частка становила 48,8 %, то поступово зменшилась і досягла мінімального

⁶⁸⁸ Вергелюк Ю. Ю., Ганцяк М. О. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neoindustrialisierung: collective monograph ; herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany Verlag SWG imex GimbH, 2020. P. 46–54.

⁶⁸⁹ Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : 08.00.08. Київ, 2004. 36 с.

Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

показника – 31,8 % 2022 року. Кредити, що надані банками України фізичним особам, не зменшились, а, навпаки, зросли. 2022 року їх частка становила 16,4 %. Зважаючи, що синхронно змінювались показники: зростала частка ОВДП і зменшувалась частка кредитів суб'єктів господарювання, можна припустити, що процеси взаємозалежні. Для підтвердження чи заперечення цього факту варто проаналізувати абсолютні розміри активів та інвестицій банків у ОВДП.

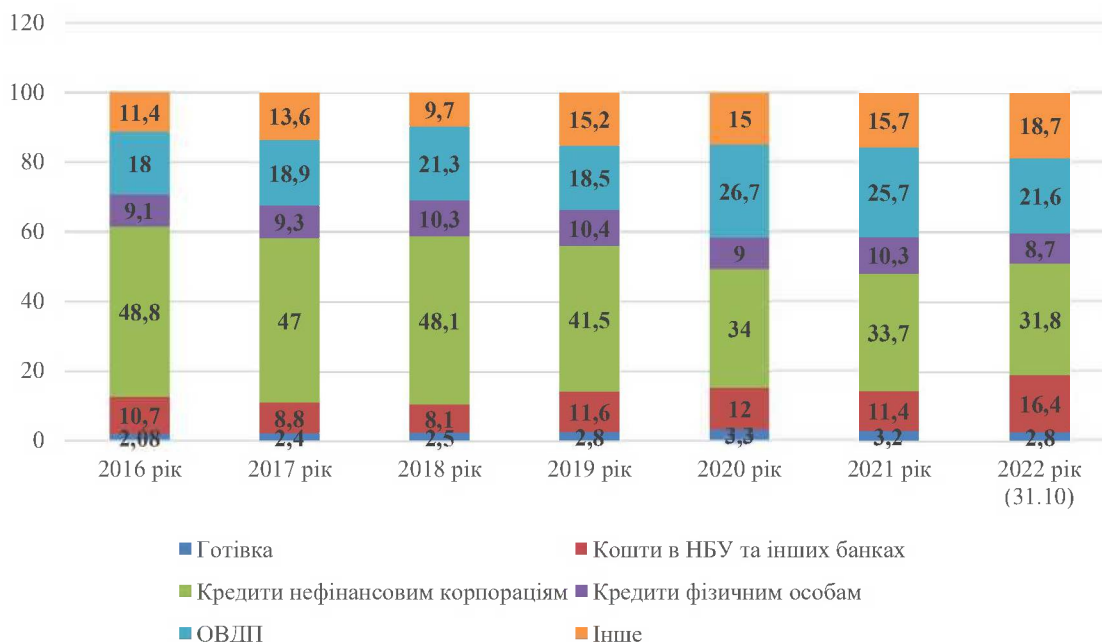


Рисунок 4.15 – Питома частка елементів загальних активів
банківської системи України у 2016–2022 роках, %

Джерело: розраховано за⁶⁹⁰.

Дані діаграми (рис. 4.16) демонструють динаміку розміру загальних активів банківської системи України та активів банків, що зосереджені в облігаціях внутрішньої державної позики. Активи банківської системи України зростають в аналізованому періоді.

⁶⁹⁰ Наглядова статистика НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>

**Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору
в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

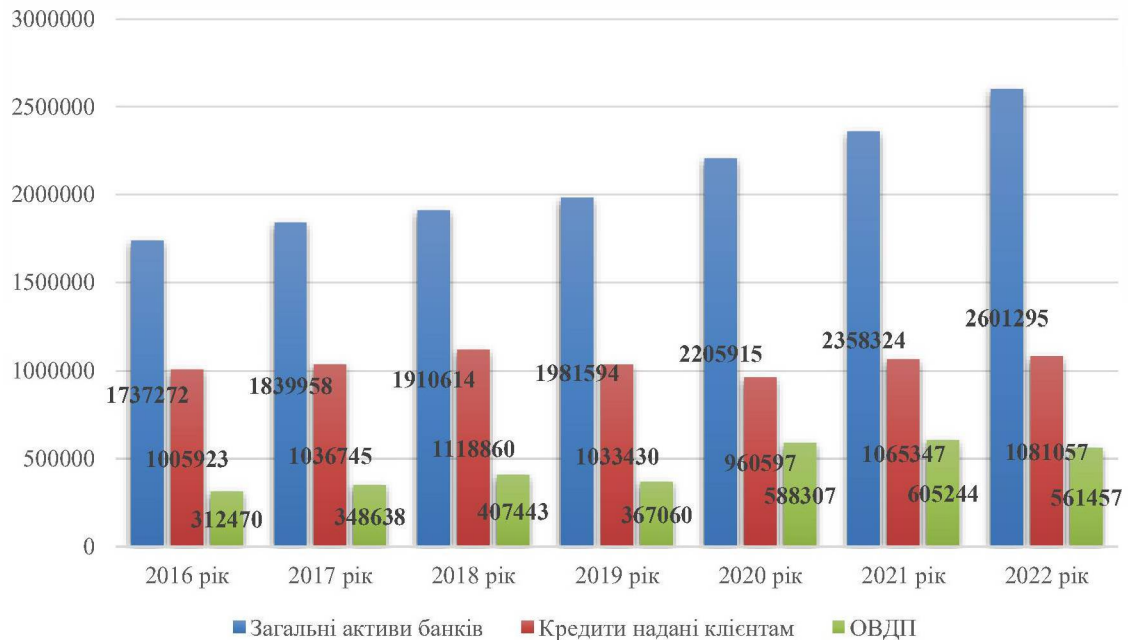


Рисунок 4.16 – Динаміка загальних активів банків, наданих кредитів та ОВДП, що перебувають у портфелях банків України у 2016–2022 роках, млн грн

Джерело: побудовано за⁶⁹¹.

За цих обставин кредитний портфель українських банків з 2018 року зменшився на 37 803 млн грн. Натомість портфель ОВДП, що перебуває у власності банків, збільшується, хоча й в окремі роки (2019 та 2022 роках) відмічалось зменшення в абсолютному вимірі. Водночас варто враховувати, що впродовж усього періоду банки були інвесторами на ринку державних боргових інструментів і мали диверсифіковані набори за терміном погашення.

Так, обрахунки (табл. 4.11) підтверджують переважання темпів нарощення частки ОВДП у портфелі банків України порівняно з темпами нарощення кредитування клієнтів. Так, в аналізованому періоді середній темп нарощення кредитів у портфелі – 101,23 %, натомість ОВДП у 122,78 %. Не зупиняючись на питаннях важливості посилення банків як інститутів стимулювання розвитку економіки, варто зауважити, що активність вітчизняного банківського капіталу для фінансування економіки невисока, у зв'язку з чим його вплив на розвиток реального сектору економіки є низьким⁶⁹².

⁶⁹¹ Наглядова статистика НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>

⁶⁹² Рудевська В., Вовчак О. Банківське кредитування інноваційної діяльності підприємств в Україні. *Банки та банківські системи*. 2016. Том 11, випуск 4. С. 97–101.

**Таблиця 4.11 – Темпи приросту наданих кредитів та ОВДП
у портфелях українських банків у 2016–2022 роках**

Показники / роки	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Середнє значення за період
Темп зміни кредитів, наданих клієнтам, %	99,96	103,06	107,92	92,36	92,95	110,90	101,47	101,23
Темп зміни ОВДП у портфелях, %	184,97	111,57	116,88	90,09	160,28	102,88	92,77	122,78

Джерело: розраховано автором.

Основна причина зниження кредитної активності банків у секторі реальної економіки пов'язана не лише з вибором вигідніших альтернатив на інвестиційному ринку, зокрема й інвестування у державні боргові інструменти, а й той факт, що для дотримання розумних меж кредитних ризиків у сучасній конфігурації суб'єктів реального сектору стає дедалі важче. Платоспроможний попит на банківські кредитні ресурси падає. Проте кредитні послуги як і облігації володіють рядом характеристик та опцій, які можна змінювати, тим самим стимулювати той чи інший вид діяльності.

Існують й інші кількісні індикатори, що відображають ризики ефекту витіснення на ринку. Так, по суті, відсутній норматив, який забороняє банківським установам інвестувати у державні боргові цінні папери. Попри те, голова НБУ не одноразово підкреслював, що світова практика демонструє необхідність дотримання межі вкладів банків певної країни у ОВДП⁶⁹³. Ця межа становить 35 % від сумарної депозитної бази, що сформована в певній країні. У таблиці 4.12 відображено обрахунки, що описують зазначений показник в Україні у 2016–2022 роки.

Так, значення показника демонструє його перманентне перевищення над допустимим нормативом. Лише 2 періоди відзначаються тим, що показник відношення ОВДП до сумарних депозитів банків був нижче порогового значення, це 2019 рік – коли показник майже досяг максимально-допустимого значення, і 2022 рік, де дані включають лише 10 місяців. Отже, ситуація підтверджує те, що, враховуючи наявний

⁶⁹³ Шевченко К. Пропонуємо скасувати податок на доходи з депозитів. *Економічна правда*. 2020. 28 грудня. URL : <https://www.epravda.com.ua/publications/2020/12/28/669582/>

**Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору
в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій**

кредитно-інвестиційний потенціал банківської системи, створюється ефект конкуренції за ці ресурси між суб'єктами національної економіки та державними органами.

Таблиця 4.12 – Показники динаміки ОВДП та депозитів
українських банків у 2016–2022 роки

Показники / роки	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Депозити резидентів, млрд грн	793 475	898 844	932 967	1 071 666	1 348 130	1 503 909	1 765 397
ОВДП у портфелях, млрд грн	312 470	348 638	407 443	367 060	588 307	605 244	561 457
Показник співвідношення ОВДП / депозити, %	39,4	38,9	43,7	34,3	43,6	40,2	31,8

Джерело: розраховано за⁶⁹⁴.

Структура власності ОВДП підтверджує домінантність банків, що відображено на діаграмі (рис. 4.17).

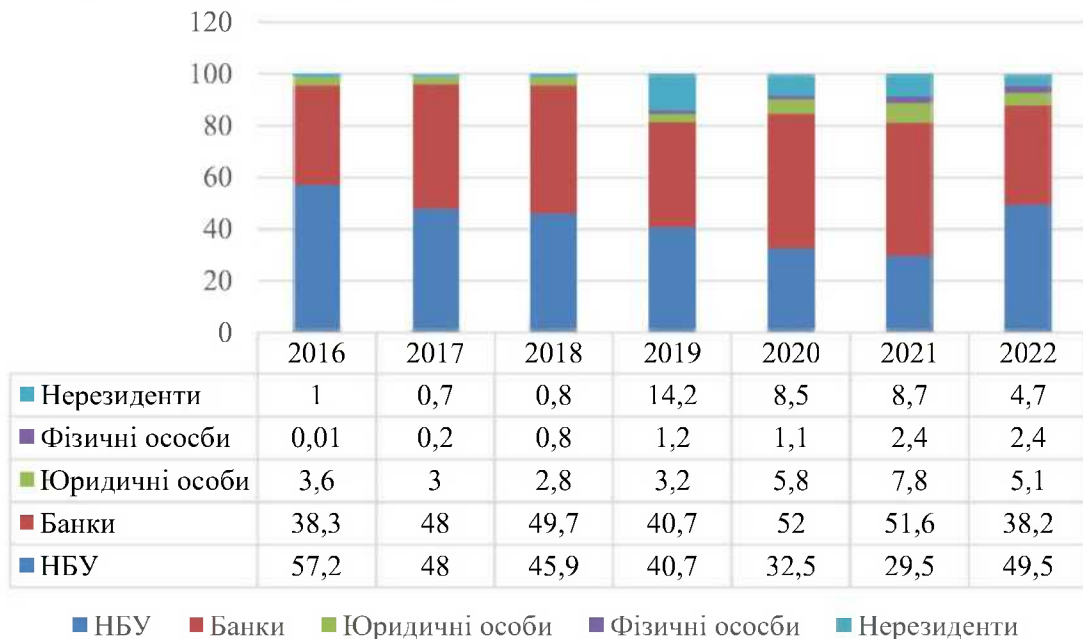


Рисунок 4.17 – Структура власності ОВДП у 2016–2022 рр. в Україні, %

Джерело: побудовано автором за⁶⁹⁵.

⁶⁹⁴ Грошово-кредитна статистика НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial>

⁶⁹⁵ ОВДП, які перебувають в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/markets/t-bills>

Очевидним є те, що в аналізованому періоді найбільшими інвесторами на ринку державних боргових цінних паперів були банки України. Частка ОВДП, що перебувала у власності банків, коливається від 38 до 52 %. Це досить суттєві інвестиції і лише аналогічний показник у НБУ. Інші учасники ринку не є активними інвесторами на державному борговому ринку. Дещо збільшилася присутність фізичних осіб, потенціал цього сегмента досі вважається невичерпаним. Проте в цілому частка фізичних осіб у власності ОВДП є несуттєвою. Вихід нерезидентів з ринку ОВДП відобразився на частці їх у власності: з 2019 року показник зменшується.

Доцільно розглянути причини зростаючого попиту на ОВДП серед банків України. До таких причин можна віднести.

1. Відсутність платоспроможного попиту на банківські кредитні послуги серед суб'єктів економіки. Водночас в окремі періоди, коли спостерігалось зниження облікової ставки (що розглядається нижче), активність кредитування економіки не збільшувалась. Отже, можна припустити, що саме низька номінальна кредитоспроможність позичальників є причиною низької кредитної активності. Присутність тіньового бізнесу лише підсилює проблему. Так, через податковий тиск бізнес применшує реальну прибутковість, що не дозволяє об'єктивно оцінити фінансовий стан, тим самим позбавляє себе можливості залучати кредитні ресурси на вигідних умовах.

До того ж стійкі платоспроможні компанії, які б могли отримувати фінансування всередині країни, мають доступ і до зовнішнього ринку капіталу, де ставки нижчі, а послуги диверсифікованіші.

2. Присутність надлишкової ліквідності у банків, що змушує їх обирати серед інвестиційних альтернатив найбільш прийнятну. Це підтверджується структурою активів, яка аналізувалась вище. Так, кошти банків, що перебувають на депозитах НБУ та інших банків – нерентабельний актив. Але частка таких активів збільшується і 2022 року становила 16,4 % (рис. 4.15).

3. Ще однією причиною зацікавленості банків державними облігаціями, як інструментами інвестування є високий рівень відсоткових ставок на фоні набагато нижчих ставок за кредитами рефінансування. Водночас банки мають можливість використовувати ОВДП як заставу за кредитами рефінансування для підтримки власної ліквідності та операціями прямого РЕПО. Тим самим НБУ стимулює купувати державні облігації, адже на фоні зниження облікової ставки банки можуть, отримавши рефінансування НБУ, купувати державні облігації.

4. Порівняно з ризиками кредитування ОВДП мають нижчу ризиковість навіть із урахуванням вимог до кредитоспроможності позичальників. Для прикладу, окремі періоди в аналізованому діапазоні характеризуються послабленням вимог до кредитоспроможності позичальників. Так, наприклад, можна взяти кредит, навіть коли співвідношення EBITDA до боргу – 7, а це вже ризиковий показник. EBITDA – показник, який є індикатором платоспроможності компанії. Він показує прибуток до вирахування податків, амортизації та відсотків за кредитами⁶⁹⁶. Водночас ризик-менеджмент створює додаткове фінансове навантаження, адже побудова ефективної системи збільшує операційні витрати банків, що в кінцевому підсумку впливає на вартість кредитної послуги. Альтернативним інвестиційним інструментом, що є простим та зрозумілим для банків з позиції визначення вартості вкладу та дохідності, є ОВДП. До того ж ставки за ОВДП є «вихідною точкою» для вирахування премії за ризик. Проте запас зниження відсоткових ставок не безмежний і, ймовірно, у певний момент можливість знижувати ставки буде вичерпана.

Тут можна свідчити про можливість регулювання за посилення ефекту витіснення. Тобто якщо навіть питання зростання ризиків кредитування вдасться вирішити та мінімізувати, запуск процесу кредитування за рахунок диверсифікації ставок може стати неможливим через причини, що пояснені вище.

5. Пошук банками України найменш ризикових бізнес-стратегій. З огляду на спад економічної активності, що відбувалось через корона кризу, банківські установи, через надмірні втрати в цей період, обирають м'які інвестиційні стратегії. Незважаючи на зниження дохідності за ОВДП, яке почалося наприкінці 2019 року (рис. 4.18) банківські установи не змінили свою інвестиційну поведінку на ринку у сторону орієнтації на збільшення кредитного портфеля. Звісно, показник є досить усереднений, враховує номінальну дохідність ОВДП, що випущені в різних валютах – гривнях, доларах, євро. Проте він демонструє загальноринкову тенденцію. Так, найвищим рівень середньої номінальної дохідності за ОВДП, що перебувають в обігу, був 2019 року. У наступні періоди рівень дохідності почав падати, що знайшло своє

⁶⁹⁶ Граждан О. Забагато держави: що таке фіскальне витіснення і чому це суттєва проблема для економіки. URL : <https://ucap.io/zabagato-derzhavy-shho-take-fiskalne-vytisnennya-i-chomu-cze-suttyeva-problema-dlya-ekonomiky/>

відображення в попиті на державні боргові інструменти України на внутрішньому ринку. Проте, незважаючи на таку ситуацію, частка банків у власності ОВДП зростала.

До того ж варто зазначити, що на тлі стійкої низхідної динаміки ставок банки України, які орієнтовані на консервативні стратегії, намагались зафіксувати дохідність шляхом купівлі ОВДП на термін від 3-х років. Це також стимулювало до вкладення у державні боргові інструменти.

6. Використання інструментів, які стимулюють купівлю банками України ОВДП. З 30 квітня 2020 року НБУ проводить регулярні тендери з короткострокового та середньострокового рефінансування. Водночас на момент початку таких тендерів облікова ставка була 6 %, а дохідність ОВДП – вищою. Практики зазначають, що спостерігається чіткий взаємозв'язок між темпами нарощення банками України портфеля ОВДП та зменшенням облікової ставки НБУ. За цих обставин, надаючи рефінансування банкам, НБУ не обмежує цільове використання залучених банками коштів. З огляду на те, що заставою під кредити рефінансування можуть бути ті самі ОВДП.

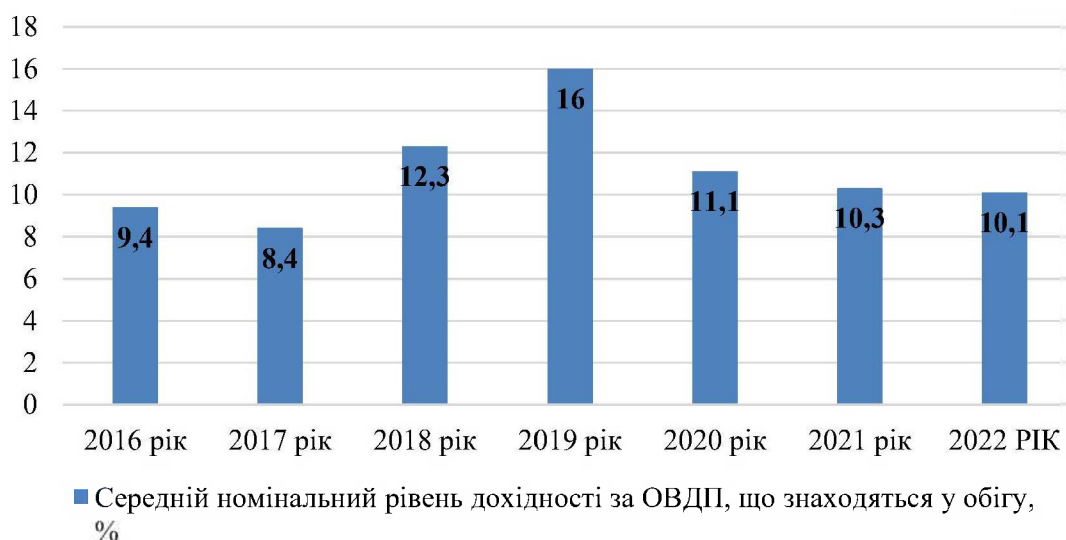


Рисунок 4.18 – Динаміка показника середньої номінальної дохідності за ОВДП, що перебувають в обігу у 2016–2022 роках

Джерело: розраховано та побудовано автором за⁶⁹⁷.

⁶⁹⁷ Статистика ОВДП, які перебувають в обігу / Міністерство фінансів України : вебсайт. URL : <https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu>

Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

Ключовим у цьому випадку балансуючим та регулюючим інструментом виступає відсоткова ставка. Динаміка ставок на ринку капіталів України відображена на діаграмі (рис. 4.19). Ціноутворення на ринку капіталу не відбувається ізольовано, адже до уваги беруться діючі ставки, що визначають вартість кредитних послуг, ціну залучення депозитів, інфляцію, облікову ставку.



Рисунок 4.19 – Динаміка ставок на ринку капіталів України
у 2016–2022 роках, %

Джерело: побудовано за⁶⁹⁸.

Середньозважена дохідність ОВДП, що випущені у гривні за роками ілюструє варіативну динаміку. Найвищими середні ставки за державними облігаціями були 2018 року, найнижчими – 2020 року. Звісно, що різні випуски, які здійснювались у межах певного року, різняться за ставками, а в дослідженні розглядається усереднений показник. До того ж дохідність державних облігацій відрізняється залежно від терміну, хоча й відсутня чітка кореляція термін / дохідність.

Практика ціноутворення на ринку капіталів завжди використовує як «базова» ставка для визначення умов залучення фінансування на ринку капіталу дохідність державних боргових цінних паперів. Тут можна виокремити два напрями ціноутворення:

використання як «еталону» дохідності найменш ризикового фінансового інструменту;

використання як «еталону» найбільш схожого за інвестиційними характеристиками фінансового інструменту.

⁶⁹⁸ Статистика фінансового сектору. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>

Але в будь-якому випадку державні боргові фінансові інструменти так чи інакше задають тренд на кредитному ринку й індукують попит та є ключовим орієнтиром для суб'єктів фінансового ринку.

Варто погодитися з Т. Богдан, яка, досліджуючи обґрунтованість ставок за державними борговими інструментами, зазначає, що на рівень ставок впливає як базова ціна грошей у національній економіці, так і різноманітні фактори ризику (валютні, інфляційні ризики, ризики платоспроможності держави), які визначають рівень ризикових премій у складі позичкового відсотка. Водночас допускається, що пропозиція та ціна позичкового капіталу для держави залежать також від обсягу внутрішніх заощаджень, приросту грошової маси, залучення іноземного капіталу. Причинами необ'єктивних ставок за ОВДП, які не відповідають закономірностям і тенденціям розвитку фінансово-кредитної системи України, є монопольна змова інвесторів, адміністративний тиск емітента, розміщення конкуруючих фінансових інструментів тощо⁶⁹⁹.

Розглядаючи конфігурацію ставок на ринку капіталу в аналізованому періоді, зазначається так зване «відсоткове сприяння» попиту на ОВДП порівняно з іншими інструментами. Для прикладу, середньозважені ставки за ОВДП у гривні впродовж усього періоду були вищими ніж ставки за депозитами. Це означає, що суб'єктам фінансового ринку, що володіють тимчасово вільними фінансовими ресурсами, з огляду на можливість отримання прибутку інвестиційно більш привабливими стають ОВДП. Така ситуація притаманна як для ставок за депозитами фізичним особам, так і зі ставками юридичним особам. До того ж зменшення притоку депозитів у банківську систему може спричинити зниження кредитної активності.

Якщо аналізувати співвідношення облікової ставки та середньозваженої ставки за ОВДП, варто зауважити, що в аналізованому періоді, крім 2018 та 2022 років, спостерігається перевищення останніх. Це означає, що фактично банки мають можливість залучати кредити рефінансування, а отримані ресурси успішно розміщувати в ОВДП.

⁶⁹⁹ Богдан Т. Визначальні фактори впливу на рівень відсоткових ставок за ОВДП та економетричні моделі відсоткових ставок. *Вісник НБУ*. 2012. Листопад. URL : http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&2_S21P03=FILE=&2_S21STR=Vnbu_2012_11_5

Водночас ситуація зі ставками за банківськими кредитами лише сприяє цьому. Адже ставки за кредитами банків або нижчі, або ж трохи перевищують ставки ОВДП. З огляду на розглянуті вище фактори очевидно, що ОВДП залишаються більш привабливим інструментом інвестування порівняно з кредитами.

У цілому попит на гривневі ОВДП зростає порівняно з іншими простими інвестиційними інструментами (такими як банківський депозит) через ряд загальних причин:

- низька ризиковість та висока надійність операцій із ОВДП;
- порівняно вищий рівень дохідності за ОВДП;
- приваблива система оподаткування доходу, отриманого від інвестування.

Фактично дохід, отриманий від операцій з державними борговими цінними паперами, не оподатковується податком з доходів фізичних осіб, а з 2020 року і військовим збором;

- ліквідність, що визначається можливістю продати ОВДП на вторинному ринку.

У контексті дослідження ефективності взаємодії боргового та банківського сегментів доцільно звернути уваги не лише на збільшення частки банків серед власників ОВДП. Будучи власниками інвестиційних ресурсів, домогосподарства та нефінансові корпорації також обирають ОВДП як інвестиційні інструменти. З одного боку, це оцінюється позитивно. Проте основним акцентом є те, що ОВДП має ряд переваг для інвесторів. З огляду на те, що ставки за ОВДП є вищими, а можливості їх державної підтримки на конкурентному рівні досить широкі, можна стверджувати, що ринок альтернативних приватних інструментів може зазнати негативного впливу. Для прикладу, банківські депозити – це інвестиційні ресурси, що спрямовуються на розвиток національної економіки, а ОВДП – це позика державі на покриття бюджетного дефіциту (у сучасних умовах насамперед пасивного). Тобто стосовно формування інвестиційного капіталу для розвитку економіки держава мала б стимулювати вкладення заощаджень населення саме в банківські депозити, адже відсутність кредитних ресурсів загострить проблеми реального сектору економіки⁷⁰⁰.

⁷⁰⁰ Матвійчук Н. М., Теслюк С. А., Боричевська І. Г. Банківські депозити та ОВДП як альтернативні об'єкти вкладення коштів. *Економіка та суспільство*. 2021. № 25. URL : <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/294/282>

В. І. Рудевська та Б. О. Слуцький у своєму дослідженні зазначають, що уряд, реагуючи на жорстку монетарну політику Національного банку України, підвищував дохідність випущених облігацій внутрішньої державної позики, все більше мотивуючи банки до інвестування вільних коштів у цей інструмент, ризики за яким суттєво менші, порівняно з ризиком кредитування суб'єктів господарювання, оскільки облігації внутрішньої державної позики – це був практично безризиковим інструментом, погашення якого гарантує держава як суверен⁷⁰¹. Проте, якщо звернути увагу на дані діаграми (рис. 4.19), не завжди спостерігається синхронність змін облікової ставки, рівня інфляції та середньозваженої ставки за ОВДП у гривні. Це підтверджує, що політика ціноутворення на ринку державного боргу залишається досить регульованим процесом, який інколи порушує ринкові закони.

Усе більше практиків та науковців звертають увагу на те, що таке стимулювання з боку регуляторів у державному борговому сегменті спричиняє ефект витіснення. Так, змість того, щоб стимулювати кредитування національних виробників та підвищувати ділову активність і економічне зростання, держава, через участь державних банків у викупі ОВДП, фінансує споживчі видатки державного бюджету за рахунок коштів вкладників.

Отже, у контексті дослідження питання взаємодії боргового та банківського сегментів, ефективність якої перебуває у площині гармонізації боргової та монетарної політики держави, для формування такої системи перерозподілу фінансових ресурсів в економіці, яка б забезпечила її зростання. У цьому руслі постає питання кількісного виміру присутності державних боргових цінних паперів на національній інвестиційній платформі.

Тому звернемо увагу на кількісні орієнтири присутності боргових інструментів на ринку капіталу. Адже дотримання нормативів концентрації фінансових інструментів одного емітента на ринку, зокрема держави, спонукає до витіснення інших. Заслуговує на увагу погляд О. В. Собкевич, яка пропонує використовувати показники

⁷⁰¹ Рудевська В. І., Слуцький Б. О. Банківське кредитування реального сектору економіки як альтернатива інвестуванню в державні цінні папери в умовах невизначеності. *Інфраструктура ринку*. 2022. № 65. URL : http://www.market-infr.od.ua/journals/2022/65_2022/30.pdf

Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП та частки ОВДП у сумі державного боргу та відзначає порогові значення⁷⁰². Науковиця визначає нормативи кожного з показників: перший показник (менше рівне 1), а другий показник більше 70 %.

Частка державного боргу, що сформований за рахунок продажу ОВДП, у структурі не перевищує задане значення і коливається в діапазоні 35–41 %. Проте з огляду на пропозицію цінних паперів на ринку (що розглядається нижче) загроза перевантаження ринку цінних паперів облігаціями внутрішньої державної позики створює передумови для виникнення ефекту витіснення на ринку державного боргу.

Щодо показника співвідношення середньозваженої ставки за ОВДП стосовно темпів зростання ВВП, який аналізувався у період 2016–2021 рр., демонструє варіативну динаміку. Як зазначалось вище, межа цього показника – 1. Це означає, що вартість залучення фінансових ресурсів на внутрішньому ринку не повинна зростати та бути більшою за темп нарощення ВВП у країні.



Рисунок 4.20 – Кількісні показники, що характеризують частку державного боргового сегмента на ринку

Джерело: побудовано автором.

⁷⁰² Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення рівня економічної безпеки держави : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 21.04.01 «Економічна безпека держави». К., 2008. 20 с.

Так, динаміка показника демонструє перевищення допустимої норми у 2019 та 2020 роках. Ці періоди зазначаються тим, що ставки за облігаціями внутрішньої позики є більшими, ніж темпи зростання ВВП. Зокрема, можна припустити, що причинами таких трендів 2019 року стало деяке збільшення рівня відсоткових ставок за державними облігаціями, що здійснювалося з метою залучення на ринок нерезидентів та підвищення інвестиційної привабливості державних боргових цінних паперів. Тоді завдяки залученню нерезидентів до купівлі гривневих ОВДП Україна отримала 4 млрд дол. Безумовно, для української економіки це стало позитивним явищем, адже спричинило укріплення національної валюти на 19 % наприкінці 2019 року. Проте різке зміцнення національної валюти негативно відбилося на експортерах, адже причиною цього стало не зростання економіки в цілому, а надходження коштів з-за кордону від продажу боргових інструментів.

Легко припустити, яких значень набуде зазначений показник за 2022 рік, що зазначається форс-мажорними обставинами, які критично навантажують систему державних фінансів та економіку в цілому. Так, за підсумками трьох кварталів 2022 року, прогнозується зменшення ВВП більше ніж на 30 %. У таких умовах можливості запозичень звужуються і перебувають за межами науково обґрунтованих норм державних запозичень.

Процеси ціноутворення у державному борговому сегменті завжди варто оцінювати в межах глобального ринку. Це пов'язано з тим, що чим вищий відсоток, тим вища ймовірність дефолту країни-емітента таких цінних паперів. Дохідність державних облігацій та облікова ставка взаємопов'язані. Покращення макроекономічної ситуації у країні супроводжується зниженням облікової ставки, що зі свого боку збільшує попит на державні облігації. Водночас зростання попиту на державні облігації слугує приводом до зменшення дохідності за ними. Проте на практиці, враховуючи необхідність залучити фінансові ресурси для фінансування обслуговування державного боргу, держава використовує агресивну боргову політику, безпідставно змінює дохідність за борговими інструментами, що спостерігається в Україні в аналізованому періоді.

Дані діаграми (рис. 4.19) ілюструють тенденції у зміні облікової ставки Національного банку України та дохідність ОВДП. Вибірка середньозваженої дохідності здійснювалась шляхом моніторингу

Розділ IV. Основні вектори зміцнення фінансового простору в аспекті взаємозв'язку глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій

помісячних траншів розміщень ОВДП. Тісна кореляція між розміром облікової ставки та середньозваженої дохідності за ОВДП не завжди спостерігалась. Підґрунтям зниження облікової ставки є реальні покращення економічної ситуації, яке провокує зростання попиту на боргові цінні папери держави та зниженню дохідності за ними. Особливо показовим є випуск ОВДП на початку 2020 року. У січні, коли облікова ставка НБУ перебувала на рівні 18 %, гривневі ОВДП були реалізовані серед нерезидентів за середньозваженою ставкою 10,2 % (у гривні) та 3,38 % (у доларах). На початку лютого 2019 року облікова ставка знизилась, чому повинно було передувати покращення ключових макроекономічних індикаторів. Водночас попит на випущені державні облігації знизився, як наслідок – їх розмістили за вищими ставками, ніж у попередньому місяці (залежно від строку обігу). Це свідчить про те, що інвестори – нерезиденти насамперед беруть до уваги реальну макроекономічну ситуацію, а не орієнтуються на монетарну політику центрального банку.

Досліджуючи взаємодію кредитного та державного боргового сегментів економіки України, варто також звернути увагу на концентрацію державних боргових цінних паперів на ринку. Так, шляхом врахування частки боргових цінних паперів, що випущені органами державного управління у сукупній емісії боргових інструментів резидентів, вдалось виявити, що їх частка на ринку є переважною та ілюструє зростаючу динаміку. Фактично ринок боргових інструментів на 95 % заповнюють цінні папери держави (рис. 4.21). Мізерна частка припадає на боргові інструменти інших суб'єктів – НБУ, інших депозитних корпорацій, фінансових та нефінансових корпорацій. Отже, розглядаючи борговий сектор ринку цінних паперів можна зробити висновок, що він є малодиверсифікованим з концентрацією боргових інструментів держави. Можливості інвестування, зокрема банківських установ, звужуються ринковою пропозицією. Ринок боргових інструментів представлений державними інструментами, що фактично свідчить про відсутність конкуренції за позиковий капітал за повної відсутності боргових інвестиційних альтернатив. Така насиченість ринку цінних паперів державними борговими інструментами підсилює витіснення на ринку.

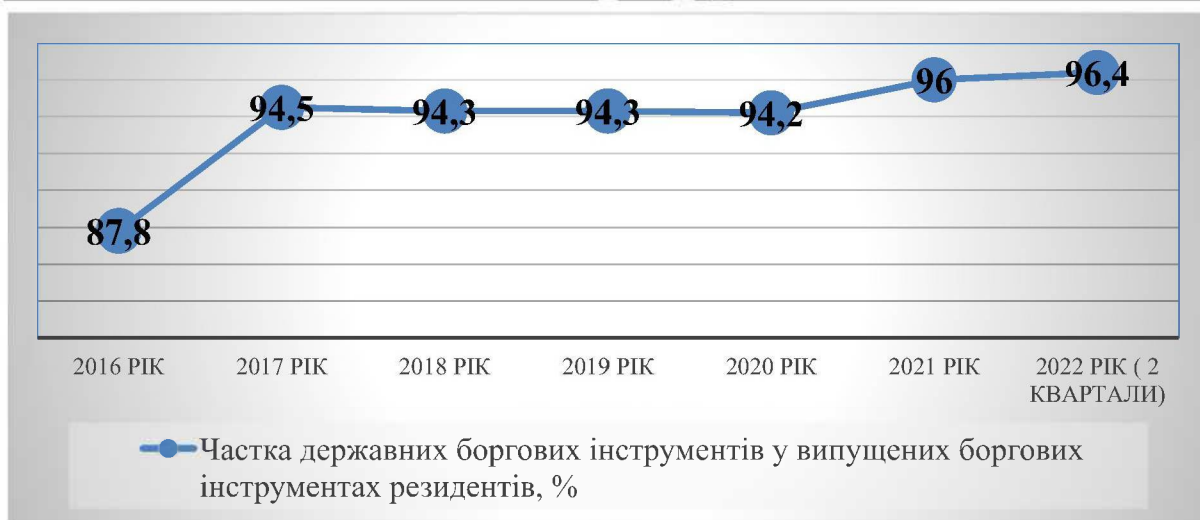


Рисунок 4.21 – Державні боргові інструменти
на ринку цінних паперів України у 2016–2022 роках, %
Джерело: обраховано за⁷⁰³.

Отже, координація взаємодії банківського і боргового сегментів полягає в гармонійній узгодженості фінансової та монетарної політики. Як свідчать численні дослідження, включаючи поточне, окремі прорахунки в економічній політиці стають причиною перманентних загроз і дисбалансів. С. М. Швець, спираючись на кількісні виміри та обрахунки, визначив, що з 2006 по 2020 роки Україна нарощувала реальний ВВП, вкладаючись у середньому щорічно лише на 0,3 %, що фактично означає, що економіка не розвивається, а ключові причини криються у прорахунках реалізації економічної політики та викликають порушення фундаментальних економічних законів⁷⁰⁴. Збільшення частки ОВДП у портфелях банків негативно відображається на пропозиції грошей та звуженні інвестиційного потенціалу реального сектору економіки. Має місце ефект витіснення, який виникає через транзитний канал фінансування державного боргу на внутрішньому ринку. Виникнення таких дисбалансів визначають темпи зміни ВВП, що підтверджують розрахунки. Саме тому в умовах нарощення дефіциту державного бюджету, враховуючи негативні макроекономічні наслідки через виникнення ефекту витіснення, варто обмежити внутрішні запозичення. Адже

⁷⁰³ Статистика фінансового сектору. НБУ. URL : <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms>

⁷⁰⁴ Швець С. Внутрішні дисбаланси та економічне зростання в Україні у площині фінансово-монетарної проблематики. *Світ фінансів*. 2021. № 4(69). URL : <http://sf.wunu.edu.ua/index.php/sf/article/view/1474/1480>

можливості таких запозичень вичерпуються тоді, коли призводять до фіскального витіснення та спаду економіки. Один із варіантів пом'якшення негативних макроекономічних ефектів є спрямування коштів, отриманих на внутрішньому ринку державних запозичень на ефективні інвестиційні проєкти з високою капітальною віддачею.

Отже, проведене дослідження доводить неефективність взаємодії банківського та боргового сегментів економіки України в довоєнний та воєнний періоди. Водночас можливості повоєнної трансформації фінансового простору обмежуються перманентним накопиченням державної заборгованості та дефіцитним інвестиційним ринком. Існування ефекту витіснення, що має місце у процесі взаємодії банківського та боргового сегментів України, підтверджує аналіз кількісних показників і відносних індикаторів. Лише зважена та гнучка економічна політика, яка повинна фокусуватись на гармонізації боргової та монетарної складових та спрямовуватись на формування такої системи перерозподілу фінансових ресурсів в економіці, яка б забезпечила її зростання – єдина опція у процесі повоєнної трансформації фінансового простору України.

Вагома роль у формуванні та наступних трансформаціях фінансового простору у світі завжди належала страховій діяльності. В умовах цифровізації остання набула нових особливостей, що відкривають нові можливості розвитку. Їх характеристика для України має визначальне значення, а тому стане предметом подальшого дослідження.

4.5. Особливості та перспективи цифровізації страхової діяльності

Страховий ринок України є набагато меншим порівняно із ринками розвинених країн, що пояснюється слабкою позицією економіки, неналежним попитом на надання страхових послуг і недовірою суспільства до страхових компаній. Світові розвинені страхові компанії є найбільш активними гравцями на страховому ринку, оскільки набагато раніше запровадили цифрові технології у власній діяльності та пропонують клієнтам послуги онлайн страхування. Цифрове перетворення у страхуванні фокусується на автоматизації і створенні

ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ

**ФІНАНСОВИЙ ПРОСТІР УКРАЇНИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ І
ДЕГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ
ТРАНСФОРМАЦІЙ**

Монографія

*За науковою редакцією
доктора економічних наук, професора,
заслуженого діяча науки і техніки України
С. В. Онишко*

Ірпінь
2023

УДК 336.1(477+339.9)

ББК 65.9(4Укр)261

Ф 59

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Державного податкового університету
(протокол № 14 від 29 червня 2023 р.)*

Рецензенти:

Бондарук Т. Г., д-р екон. наук, професор, заслужений економіст України, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування Національної академії статистики, обліку та аудиту;

Луніна І. О., член-кореспондент НАН України, д-р екон. наук, професор, заслужений діяч науки і техніки України, завідувач відділу державних фінансів ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»;

Лютин І. О., д-р екон. наук, професор, заслужений економіст України, завідувач кафедри фінансів економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

**Фінансовий простір України в умовах глобалізаційних і
Ф 59 деглобалізаційних трансформацій** : монографія / за наук. ред.
д-ра екон. наук, професора, заслуженого діяча науки і техніки
України С. В. Онишко. – Ірпінь : Державний податковий універ-
ситет, 2023. – 686 с.
ISBN 978-966-337-701-8

У монографії досліджується багатопланова проблематика формування і зміцнення фінансового простору України в межах взаємодії глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій. Зроблена спроба дослідити трансформаційні зміни в системі фінансових відносин під впливом розвитку нової реальності як підґрунтя для практичних рекомендацій щодо зміцнення фінансового потенціалу. У цьому контексті окреслено сутнісні характеристики фінансового простору, природу і значення взаємозв'язку його складових для зміцнення фінансового простору. Розкрито окремі напрями впливу глобалізації на соціально-економічний розвиток у контексті формування фінансового простору. Досліджено можливості імплементації інструментарію деглобалізації в сучасну парадигму фінансових відносин. Значну увагу приділено обґрунтуванню моделі зміцнення фінансового простору в частині теоретичної концептуалізації та алгоритму впливу глобалізаційних і деглобалізаційних трансформацій.

Для науковців, практиків, викладачів, аспірантів і студентів, а також кола читачів, які цікавляться проблемами розвитку фінансових відносин.

УДК 336.1(477+339.9)

ББК 65.9(4Укр)261

ISBN 978-966-337-701-8

© Серебрянський Д. М., Онишко С. В.,
Корнєєв В. В., Вергелюк Ю. Ю. та ін., 2023
© Державний податковий університет, 2023

АВТОРСЬКИЙ КОЛЕКТИВ

канд. екон. наук, доцент Д. М. Серебрянський (вступ);
д-р екон. наук, професор С. В. Онишко (пп. 1.1, 3.1);
д-р екон. наук, професор В. В. Корнєєв (п. 2.3);
канд. екон. наук, доцент Ю. Ю. Вергелюк (п. 4.4);
д-р екон. наук, професор Я. В. Белінська (п. 2.6);
д-р екон. наук, професор О. Д. Гордей (п. 2.5);
д-р екон. наук, професор Ю. М. Коваленко (п. 4.3);
д-р наук з держ. упр., доцент Є. В. Котух (п. 2.4);
д-р екон. наук, професор І. В. Краснова (п. 1.6);
д-р екон. наук, професор Л. О. Примостка (п. 1.6);
д-р екон. наук, професор О. О. Сунцова (п. 2.1);
д-р іст. наук, канд. екон. наук, професор О. В. Чеберяко (п. 3.4);
канд. екон. наук, доцент М. Д. Бедринєць (п. 3.3);
канд. екон. наук, доцент Л. М. Богріновцева (п. 4.5);
канд. пед. наук, доцент А. А. Болдова (п. 4.1);
канд. екон. наук, доцент Л. В. Діденко (п. 2.5);
канд. екон. наук, доцент Н. С. Козій (п. 2.3);
канд. екон. наук, доцент О. В. Ключка (п. 1.5);
канд. екон. наук, доцент Т. А. Коляда (п. 3.5);
канд. екон. наук, доцент В. В. Лаговський (п. 2.2);
канд. екон. наук, доцент Г. С. Мельничук (п. 4.7);
канд. пед. наук, доцент В. О. Ніжегородцев (п. 4.2);
канд. екон. наук О. В. Немировська (п. 4.6);
канд. юрид. наук, доцент О. В. Онишко (п. 1.2);
канд. екон. наук, доцент С. В. Онишко (п. 1.2);
канд. екон. наук, доцент О. В. Пернарівський (п. 3.2);
канд. екон. наук, доцент М. В. Рябокінь (п. 2.4);
В. Ю. Шепиленко (п. 1.4);
В. С. Белін (п. 3.1);
А. О. Болдов (п. 4.1);
М. О. Ганцяк (п. 4.4);
В. Ю. Чубенко (п. 1.3).

ЗМІСТ

ВСТУП	6
--------------------	----------

РОЗДІЛ І. ЗАГАЛЬНОТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ І ЗМІЦНЕННЯ

ФІНАНСОВОГО ПРОСТОРУ	10
1.1. Структурно-функціональні характеристики та витоки формування фінансового простору.....	10
1.2. Інституційний формат формування фінансового простору	32
1.3. Особливості формування фінансового простору в контексті взаємозв'язку з фінансовою безпекою	52
1.4. Боргова політика держави як елемент формування фінансового простору	66
1.5. Світова практика організації державного фінансового контролю в контексті формування фінансового простору.....	80
1.6. Фінансова інклюзія в системі розбудови фінансового простору в Україні	106

РОЗДІЛ ІІ. РОЛЬ ТА ІНСТРУМЕНТАРІЙ ВПЛИВУ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК І

ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОГО ПРОСТОРУ.....	126
2.1. Економетричне прогнозування соціально-економічних процесів у глобалізованому світі в умовах невизначеності військових дій	126
2.2. Цифровізація економіки як ключова стратегія у світлі глобальних тенденцій суспільного розвитку	158
2.3. Особливості трансформації платіжних систем в умовах розбудови фінансового простору України.....	190
2.4. Цифрові валюти в системі інструментарію глобалізації фінансових ринків	219
2.5. Зовнішні державні запозичення як інструмент реалізації глобалізаційних процесів	237
2.6. Розвиток іноземного інвестування в Україну в контексті глобалізаційних процесів.....	286

РОЗДІЛ ІІІ. ВПЛИВ ДЕГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОГО ПРОСТОРУ	317
3.1. Деглобалізація як сучасна течія прояву і вирішення економічних суперечностей глобалізації	317
3.2. Вплив війни як чинника деглобалізаційних процесів на функціонування банківського сектору України.....	337
3.3. Принципи та підходи до оптимізації процесів реструктуризації боргових навантажень на національну економіку	350
3.4. Сутність та особливості соціальної безпеки України в умовах деглобалізації	374
3.5. Зростання ролі територіальних громад у формуванні фінансового простору як прояв деглобалізаційних процесів в Україні.....	398
 РОЗДІЛ ІV. ОСНОВНІ ВЕКТОРИ ЗМІЦНЕННЯ ФІНАНСОВОГО ПРОСТОРУ В АСПЕКТІ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ І ДЕГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ	 431
4.1. Потенціал діджиталізації в системі засобів стратегічної трансформації розвитку суб'єктів економіки.....	431
4.2. Цифрові послуги та електронна взаємодія в умовах пошуку балансу глобалізаційних і деглобалізаційних процесів	461
4.3. Національна модель цифрової трансформації економічної діяльності корпорацій і домогосподарств на ринках фінансових послуг	492
4.4. Взаємодія банківського та боргового сегментів в умовах повоєнної трансформації фінансового простору	525
4.5. Особливості та перспективи цифровізації страхової діяльності	549
4.6. Державно-приватне партнерство як управлінська технологія узгодження глобалізаційних і деглобалізаційних процесів	579
4.7. Трансформація податкової політики в контексті післявоєнного відновлення економічної активності суб'єктів господарювання в Україні.....	607
 СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	 636