



НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«КИЇВО-МОГИЛЯНСЬКА АКАДЕМІЯ»

ФАКУЛЬТЕТ ЕКОНОМІЧНИХ НАУК
КАФЕДРА ФІНАНСІВ
ЦЕНТР ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ
ДОСЛІДЖЕНЬ

СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

**Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції
студентів, аспірантів та молодих вчених
Київ, 22 лютого 2023 року**

**КИЇВ
2023**

УДК 330.52:336

РЕДАКЦІЙНА КОЛЕГІЯ

Збірника матеріалів конференції «Стратегічні пріоритети розвитку фінансової системи України в умовах невизначеності: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених»:

Лук'яненко І. Г., д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансів, НаУКМА

Прімерова О. К., к.е.н, доцент кафедри фінансів, НаУКМА

РЕЦЕНЗЕНТИ:

Єріна А. М., д.е.н., професор кафедри статистики та демографії Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Версаль Н. І., д.е.н., доцент кафедри банківської справи економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Матеріали в авторській редакції

*Затверджено до друку Вченою радою НаУКМА
(протокол №6 від 26 вересня 2023 р.)*

Стратегічні пріоритети розвитку фінансової системи України в умовах невизначеності: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Київ, 22 лютого 2023 р.) – Київ: Інтерсервіс. – 2023. – 121 с.

Збірник матеріалів конференції «Стратегічні пріоритети розвитку фінансової системи України в умовах невизначеності» присвячено актуальним тенденціям і викликам сучасного економічного розвитку в Україні та в світі. Збірник містить наукові роботи молодих науковців, аспірантів і студентів факультету економічних наук НаУКМА та представників інших науково-дослідних установ та навчальних закладів, апробовані на міжнародній науково-практичній конференції «Стратегічні пріоритети розвитку фінансової системи України в умовах невизначеності» (м. Київ, 22 лютого 2023 р.).

Збірник призначено для науковців, фахівців-економістів, а також аспірантів та студентів вищих навчальних закладів.

ISBN 978-966-999-375-5

© Автори, 2023

ЗМІСТ

Андрійчук А. Р., Береза І. Ю. АНАЛІЗ МОЖЛИВИХ НАСЛІДКІВ ПРИЙНЯТТЯ ЗАКОНУ ПРО "ВНЕСЕННЯ ЗМІН ДО ПОДАТКОВОГО КОДЕКСУ УКРАЇНИ ТА ІНШИХ ЗАКОНІВ УКРАЇНИ ЩОДО ОСОБЛИВОСТЕЙ ОПОДАТКУВАННЯ У ПЕРІОД ДІЇ ВОЄННОГО СТАНУ" ВІД 31.01.2023.....	5
Безпалько В. О., Деркач А. В. ОСОБЛИВОСТІ СПРИЯННЯ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ ТА УКРАЇНЦЯМ ПІД ЧАС ВОЄННОГО ЧАСУ.....	9
Veremiienko Vitalii, Primierova Olena UKRAINE'S COMPLIANCE WITH THE PREREQUISITES FOR SUCCESSFUL INFLATION TARGETING IN 2015, 2021, AND 2022.....	11
Воробей В. Ю., Долінський Л.Б. РОЛЬ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ У СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ.....	15
Гайдай А. К. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДОБРОБУТУ.....	19
Галицька Е. В., Донкоглова Н. А. МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ.....	23
Гладких Д. М. ЕНДОГЕННІ ЧИННИКИ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ.....	29
Глазунов А. О. ВПЛИВ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НА ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ В УКРАЇНІ.....	33
Голопотелюк В. В., Солоненко О. О. ОСОБЛИВОСТІ ДЕРЖАВНОГО СПРИЯННЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМНИЦТВА В УКРАЇНІ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ.....	37
Darii Daryna, Holly Slaber UKRAINIAN BOND MARKET DEVELOPMENT AS A METHOD OF INTERNATIONAL INVESTMENT ATTRACTION....	41
Donkohlova Tetiana EMPIRICAL ANALYSIS OF THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE LABOR MARKET IN UKRAINE DURING WARTIME.....	45
Дяковський Д. А. ПЕРЕВАГИ ВИКОРИСТАННЯ ESG ПІДХОДІВ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ В КОНТЕКСТІ МАЙБУТНЬОЇ ВІДБУДОВИ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ.....	51
Железнюк Є. В., Долінський Л. Б. ОЦІНЮВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ПРИВАБЛИВІСТЮ УКРАЇНИ ДЛЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТОРІВ.....	55

Журухін І. С. АНТРОПОЛОГІЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУТІВ.....	59
Каціон О. Ю., Долінський Л. Б. УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ РЕАЛІЗАЦІЇ СПІЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЄКТІВ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ В УКРАЇНІ.....	64
Кашперська А. П. РЕФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ Й ЗНИЖЕННЯ РОСТУ NPL У БАНКАХ ТА НБУ В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ.....	68
Коваленко Ю.І., Сидорович М. Я. РОЗВИТОК РИНКУ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ.....	71
Лепеха К. П., Токарчук Т. В. АНАЛІЗ ЧИННИКІВ ВПЛИВУ НА ВАРТІСТЬ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ.....	75
Мялковська О. О., Богданова С. А., Заборовець Д. О. ВПЛИВ ПОЛІТИЧНИХ ШОКІВ НА ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ.....	82
Насаченко М. Ю. ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ В УМОВАХ ВІЙСЬКОВОГО ЧАСУ.....	87
Орловська О. С., Лук'яненко І. Г. ПРИЧИНИ ТА НАСЛІДКИ ФІНАНСОВОЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ.....	91
Поліщук С. С., Йовенко М. О., Галич І. Ю. ВАЛЮТНІ ІНТЕРВЕНЦІЇ НБУ ЯК ІНСТРУМЕНТ СТАБІЛІЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ.....	96
Porii Maksym FINANCIAL GLOBALIZATION: AN EXAMINATION OF ITS IMPACT ON ECONOMIC STABILITY AND DEVELOPMENT.....	101
Protsak Yana DEFI COMPARED TO THE TRADITIONAL FINANCE SYSTEM.....	103
Рибалка М. А., Долінський Л. Б. МОДЕЛІ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ВІЙСЬКОВИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ З УРАХУВАННЯМ ДЮРАЦІЇ.....	106
Stasyshyn Andrii, Oliskevych Markian, Kozytskyy Valeriy EXPERIENCE OF INFORMATION TECHNOLOGIES IMPLEMENTATION IN EUROPEAN PUBLIC MANAGEMENT.....	108
Tarnavskyi Oleksandr APPLICATION OF MONTE CARLO TO STUDY SURVIVORSHIP BIAS IN PORTFOLIO MANAGEMENT.....	111
Федоренко Н. С., Живодьорова А. О., Мамонт Ю. С. КРИПТОВАЛЮТА: ФІНАНСОВА ПІРАМІДА ЧИ НОВИЙ ІНСТРУМЕНТ ІНВЕСТУВАННЯ?.....	114
Хирбу В. О. ЦИФРОВІЗАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	118

АНАЛІЗ МОЖЛИВИХ НАСЛІДКІВ ПРИЙНЯТТЯ ЗАКОНУ ПРО "ВНЕСЕННЯ ЗМІН ДО ПОДАТКОВОГО КОДЕКСУ УКРАЇНИ ТА ІНШИХ ЗАКОНІВ УКРАЇНИ ЩОДО ОСОБЛИВОСТЕЙ ОПОДАТКУВАННЯ У ПЕРІОД ДІЇ ВОЄННОГО СТАНУ" ВІД 31.01.2023

Причиною можливих нововведень могли стати декілька факторів:

- Необхідність збільшення державних надходжень, зокрема для ведення подальшої війни та майбутнього погашення міжнародних кредитів, що ця війна спричинила, або ж тих кредитів, які були взяті ще за довоєнного часу.
- Відсутність визначеності тривалості воєнної агресії російської федерації, через що скоригована система оподаткування за довгої її чинності призведе до негативних економічних наслідків та подальшого несприйняття колишньої системи.
- Збільшення кількості шахрайства та ухилення від податків, спричинені тимчасово зміненою системою оподаткування.
- Відсутність штрафних санкцій за згадані вище ухилення.
- Необхідність збору фінансової інформації, яка не аналізувалася через відсутність документальних перевірок

Через введення воєнного стану було скасовано обов'язкову плату єдиного податку.

З першого липня 2023 року, платники податків першої та другої групи будуть знову зобов'язані сплачувати єдиний податок, який встановлюється на довоєнному рівні знову що становить до 10% розміру мінімального прожиткового мінімуму (268,4 грн) для 1 групи та 20% мінімальної заробітної плати (1340 грн) для 2 групи, або 15% від доходу, який перевищує дохід кожної групи, що вказано в статті 291.4 ПКУ, або в разі здійснення діяльності, що не передбачена даним поділом на групи.

Третя група платників єдиного податку втратить можливість сплачувати єдиний податок у розмірі 2% від суми доходів, і повернеться до виплати податку у розмірі 3% (для платників ПДВ) або 5% (для неплатників ПДВ) від доходу.

Усі підприємства, які тимчасово на час воєнного стану згідно до пункту 9 розділу XX ПКУ перейшли на сплату єдиного податку третьої групи, які до цього такими не вважалися, мають перейти на той спосіб оподаткування, який вони сплачували до початку оголошення воєнного стану.

1 липня 2023 року мають відновитися обов'язкові проведення документальних перевірок, які до цього моменту не були обов'язковими або ініціювалися підприємствами самостійно за умов наявності безпечного доступу до територій, приміщень, документів тощо.

Відновлення проведення документальних перевірок є критичним для нормалізації податкового процесу та оцінки шкоди, нанесеної внаслідок російської агресії, проте немає впевненості в можливостях податкової служби на даний момент адекватно проводити такі перевірки.

Наприклад, внаслідок ракетного влучання в офіс компанії, який знаходився в офісному центрі Ретровіль, її документальна база, яка знаходилася в тому офісі, була частково знищена внаслідок втручання.

Компанія, відповідно до пункту 69 розділу XX Податкового кодексу України, ініціювала перевірку для оцінки пошкоджених та втрачених документів. Однак, навіть після підтвердження відсутності необхідних документів, податкова служба продовжила вимагати їх для перевірки. І в даному випадку, як і в багатьох інших по території України, виникає проблема: що робити в даній ситуації? Технічно, за відсутності документації, якщо податкова служба відповідно до статті 44 ПКУ визнає їх відсутніми, компанія не зможе підтвердити власні витрати, через що вона буде змушена платити податки не з фактичного прибутку, а з усього доходу, який вона отримала. Логічно, що така ситуація є надзвичайно не вигідною для компаній, і може призвести до колосальних збитків. Таким чином, даний пункт законопроєкту лише погіршить функціонування та роботу підприємств, замість того, щоб допомагати їм у воєнний час.

Отже, даний пункт вимагає більш детальної роз'яснювальної інформації для компаній, які втратили власну документацію через російську агресію.

Згідно із внесенням змін до 102 статті ПКУ від 15 березня 2022 року, зупинився перебіг строків, контроль за якими покладено на певні контролюючі органи. Відповідно до нового проєкту закону, знову вводиться контроль за виконання строків оподаткування, що призведе до нормалізації податкового процесу, а саме до зменшення відсутності уникнення сплати податків, спричинене як умисною несплатою платником, так і не визначенням суми грошових зобов'язань контролюючими органами.

Згідно з новим законопроєктом, після 1 липня 2023 почнуть діяти штрафні санкції щодо платників податків у випадках, передбачених частиною 11 статті 25 Закону України "Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування" від 08.07.2010, а саме у разі несвоєчасної подачі заяви про взяття на облік в Податкову службу, несплати

податків, пізньої доплати податків, за неналежне ведення бухгалтерської документації, несвоєчасне подання або неподання звітності тощо. Завдяки внесення таких змін до ПКУ, як уже було зазначено раніше, відновиться податковий процес, гроші в державний бюджет будуть надходити своєчасно, тому вчасно будуть виконуватись держзакупівлі, які просто є необхідними нашій державі.

Починаючи з 1 липня 2023 року відбудеться поновлення штрафних санкцій за порушення порядку використання РРО (реєстратор розрахункових операцій) та ПРРО (програмний реєстратор розрахункових операцій). Знову набудуть чинності всі положення статті 5 Закону про “Про застосування реєстраторів розрахункових операцій у сфері торгівлі, громадського харчування та послуг”, включаючи поновлений сьомий абзац статті 5 вищезазначеного закону, а саме положення про неправомірність використання програмного реєстратора розрахункових операцій у період відсутності зв’язку між ПРРО та фіскальним сервером контролюючого органу без отриманого в контролюючому органі діапазону фіскальних номерів, сформованих фіскальним сервером контролюючого органу, який до цього був тимчасово виключений із закону.

Такі зміни можна співставити зі впевненістю органів влади у можливості країни підтримувати постійний зв’язок та відносно безперервне постачання електроенергії, спираючись на контекст санкцій, пов’язаних з порушенням порядку використання РРО та ПРРО.

Проблемою даного новозапропонованого законопроекту є впевненість у можливості економіки України повернутися до такого стану. Виникає питання, чи зможуть такі зміни бути прийнятними для економічної системи всієї суверенної України. Зважаючи на те, що захід України був менш зачеплений російською агресією, а схід натомість сильно постраждав, економіка протилежних частин України буде по різному сприймати можливі нововведення. Для сходу такі зміни можуть бути занадто кардинальними. Саме тому ми хочемо розглянути негативні та позитивні наслідки можливих нововведень.

Можливі проблеми схваленого законопроекту:

- Відповідні зміни, запропоновані до Податкового кодексу України, можуть бути оптимально введені лише за умов відсутності ескалації у війні з російською федерацією. Адже, війна завжди є непередбачуваною і немає абсолютних гарантій того, як ситуація змінюватиметься через дні, місяці тощо.
- Неготовність східного економічного регіону сприйняти нововведення, оскільки їхня економічна система занадто сильно постраждала, тому

підприємці на тих територіях не зможуть виплачувати нові ставки податків, тому що потребуватимуть фінансових ресурсів для відновлення своїх бізнесів.

- Потенційна неготовність контролюючих органів забезпечити необхідну якісну перевірку документації через те, що велика її кількість була втрачена назавжди. Попри це, відповідальні служби все одно потребують наявності фізичних звітів, звідки виникає колізія.

Позитивні наслідки введення даного законопроекту:

- Повне відновлення перевірки документації посприє накопиченню необхідної інформації для аналізу поточної економічної ситуації в країні та втрат, які Україна зазнала внаслідок російської агресії.
- Збільшення суми державних надходжень, що, відповідно, надасть змогу підвищити видатки держави на оборону та інфраструктурне, культурне, економічне відновлення України
- Зменшення кількості податкових маніпуляцій, спричинених чинним скоригованим Податковим Кодексом України.

Список використаних джерел

1. Податковий кодекс України : Кодекс України від 02.12.2010 р. № 2755-VI : станом на 8 лют. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text> (дата звернення: 19.02.2023).
2. Про внесення змін до Податкового кодексу України та інших законодавчих актів України щодо дії норм на період дії воєнного стану : Закон України від 15.03.2022 р. № 2120-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2120-20#Text> (дата звернення: 19.02.2023).
3. Про застосування реєстраторів розрахункових операцій у сфері торгівлі, громадського харчування та послуг : Закон України від 06.07.1995 р. № 265/95-ВР : станом на 1 серп. 2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/265/95-вр#Text> (дата звернення: 19.02.2023).
4. Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування : Закон України від 08.07.2010 р. № 2464-VI : станом на 4 груд. 2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2464-17#Text> (дата звернення: 19.02.2023).
5. Уряд схвалив зміни до законодавства в частині відновлення довоєнного стану системи оподаткування. *Урядовий портал*. URL: <https://www.kmu.gov.ua/news/uriad-skhvalyv-zminy-do-zakonodavstva-v-chastyni-vidnovlennia-dovoiennoho-stanu-systemy-opodatкування>.

ОСОБЛИВОСТІ СПРИЯННЯ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ ТА УКРАЇНЦЯМ ПІД ЧАС ВОЄННОГО ЧАСУ

Українські підприємства відіграли вирішальну роль у наданні допомоги та підтримки державі та її населенню з початку повномасштабного вторгнення. У дослідженні проаналізовано 355 компаній, у тому числі 125 національних, 135 малих і середніх приватних компаній, а також 95 великих і середніх міжнародних компаній, які працюють в Україні.

Найбільш значними видами допомоги, яку надавали ці підприємства, були допомога армії, гуманітарна допомога та продовольча допомога. Це зрозуміло з огляду на повномасштабну війну, яка призвела до значної потреби в ресурсах для армії та вимушеної міграції населення, що призвело до біженців.

Варто зазначити, що хоча дослідження може бути більше статистичним, ніж фінансовим, тема досить важлива, щоб вимагати розгляду з фінансової точки зору. Допомога цих підприємств не лише допомогла державі та населенню, а й вплинула на економіку. Наприклад, надання допомоги працівникам, громадам і клієнтам може допомогти підтримувати споживчий попит і запобігти спаду економічної активності.

Крім того, розрив відносин з Росією та Білоруссю може мати значні економічні наслідки. Залежно від ступеня цих зв'язків це може призвести до втрати торговельних та інвестиційних можливостей. З іншого боку, надання інформаційної підтримки та вільний доступ до курсів може сприяти розвитку людського капіталу, що може призвести до довгострокового економічного зростання.

Також варто відзначити допомогу підприємств у сплаті податків. Це не тільки допомагає підтримувати державу в наданні суспільних благ і послуг, але й сприяє підтримці верховенства права та стабільного бізнес-середовища.

З фінансової точки зору допомога, яку надали компанії, проаналізовані в цьому дослідженні, мала позитивний вплив на українську економіку. Сплата податків «наперед» такими компаніями, як «Епіцентр» і «Київстар», сприяла фінансовим можливостям держави та забезпечувала стабільне джерело надходжень. Фінансова допомога таких компаній, як ПАТ «Укргазбанк» та ФССУ, також допомогла полегшити фінансовий тягар на державу та підтримати постраждалих від війни військових і цивільних. Що стосується товарної допомоги, то такі компанії, як «Рошен», «Укртелеком», «ДТЕК» надали

вкрай необхідне медичне обладнання, засоби індивідуального захисту та фінансово підтримали роботу Українського кризового медіа-центру. Це свідчить про те, що компанії з різних галузей економіки можуть зробити свій внесок у підтримку жертв війни.

Крім того, надання безоплатної товарної допомоги від таких компаній, як «Епіцентр К» та «Нова Пошта» для відновлення постраждалих населених пунктів сприяло покращенню умов життя та сприяло відновленню економіки. Підтримці національної безпеки також сприяло забезпечення газом і паливом для військових потреб "Укрнафтою" і "Нафтогазом".

У загальному контексті, внесок компаній в допомогу Україні може бути оцінений як значний і важливий для підтримки національної безпеки та відновлення економіки країни. Однак, варто зазначити, що така допомога має свої межі, і вирішення проблем вимагає більш широкого співробітництва та підтримки від усього міжнародного співтовариства.

Більшість компаній, які надавали допомогу, були з різних галузей, включаючи фінансові, телекомунікаційні, енергетичні та харчові компанії. Це свідчить про те, що допомога приходила з різних секторів економіки та що кожен може зробити свій внесок у підтримку постраждалих.

Список використаних джерел

1. Підтримка бізнесу в умовах воєнного часу. URL: <https://www.rada.gov.ua/news/razom/221573.html>
2. Буй, Т., Прімерова, О. (2018). Податкове стимулювання розвитку малого підприємництва в Україні.
3. Лук'яненко, І., Віт, Д., Прімерова, О., Семко, Р., Токарчук, В., Фарина, О., (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.
4. Коментар Мінекономіки до Закону України від 15 березня 2022 р. № 2136-IX «ПРО ОРГАНІЗАЦІЮ ТРУДОВИХ ВІДНОСИН В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ». URL: <https://www.Me.Gov.Ua/Documents/Detail?Lang=Uk-U A & I d = 7 c a 6 3 e d c - A 0 3 3 - 4 a 4 e - A29B-9157cb5a69a2&Title=KomentarMinekonomikiDoZakonuUkrainiVid15-B e r e z n i a 2 0 2 2 - R - 2 1 3 6 - ikhproOrganizatsiiuTrudovikhVidnosinVUmovakhVonnogoStanu>

Veremiienko Vitalii
4th year student, NaUKMA

Primierova Olena
Associate Professor of the Department of Finance, NaUKMA

UKRAINE'S COMPLIANCE WITH THE PREREQUISITES FOR SUCCESSFUL INFLATION TARGETING IN 2015, 2021, AND 2022

Historically, an inflation-targeting framework was first adopted by economies that had already been advanced and had sound financial systems and credible central banks (e.g., New Zealand, Canada, United Kingdom) [1]. And it was considered that such a framework had not been suited for emerging market countries due to numerous reasons, the most important of which constitute four groups:

- Institutional independence;
- Technical infrastructure;
- Financial system health;
- Economic structure.

This study is aimed to analyze the key prerequisites for successful inflation-targeting and evaluate Ukraine's compliance with them.

Institutional independence incorporates primarily four elements:

1. Monetary policy needs to be independent, especially from the executive branches of state power. This is needed in order to avoid the monetization of government debt and prevent statesmen who hold elective positions in the government from using their power to affect monetary policy and the business cycle in order to gain advantages during elections. The independence of the NBU is legally established by the Law of Ukraine On the National Bank of Ukraine [2], but it is really hard to assess its actual degree of independence from different authorities.
2. Instrument independence. A central bank needs not only to be independent in making decisions about the current policy but in its choice of instruments used for achieving the announced goals. IMF [1] considers instrument independence the most important criterion for central bank independence. According to the national legislature of Ukraine [2], the NBU has full instrument independence.
3. Security of employment for a governor and/or members of a board of governors of a central bank. It is particularly important that the tenures of key central bank policymakers exceed the tenure of elected statesmen who often are authorized for appointing them. Also, it is necessary that governors could not be fired without a substantial cause. Concerning this criterion, there are some inconsistencies as in

the last 3 years there were two resignations of NBU's governors in a shady political context [3] [4].

4. Freedom from commitment to another nominal anchor like the exchange rate or wages. A central bank is highly unlikely to achieve several targets simultaneously, as it will most probably create antagonism in the operational design of monetary policy, e.g., fixed exchange rate makes the exchange rate channel of the monetary transmission mechanism inactive which makes it less likely that changes in the key policy rate will stir inflation closer to the forecasted trajectory. That is why, if a central bank is committed to targeting inflation, it should be prohibited from targeting any other nominal indicator. Since the beginning of a full-scale Russian invasion, the NBU [5] has fixed the exchange rate, which is why the war-time monetary policy regime cannot be classified as classical inflation targeting.

Technical infrastructure prerequisites include the following:

1. A central bank needs adequate forecasting capabilities (i.e., a structural model of an economy) and its staff should be able to use them to make macroeconomic “forecasts conditional on different assumptions for the monetary policy instrument” This is needed for two purposes: 1) to make reliable inflation forecasts that will serve as an operational target for monetary policy; 2) to link monetary policy instruments with its goals, to improve the understanding of the underlying mechanism of the monetary policy, build confidence in the central bank's abilities to attain the announced goals, and most importantly make informed decisions.

The National Bank of Ukraine employs a diverse set of modeling tools and meets this requirement [6].

2. A central bank needs to have access to reliable and comprehensive data, needed for forecasting and substantiation of monetary policy decisions. And the lag in data collection should be sufficiently small. The NBU meets this requirement as it uses traditional and modern tools for data extraction [7].

3. A central bank also needs “an operating procedure for adjusting monetary instruments” and should be able to conduct macroeconomic forecasting on a regular basis. In the case of NBU, since 2016 there has been established a routine cycle of making the monetary policy decisions, which corresponds to the world's best practices [8].

Financial system health prerequisites consist primarily of two main elements:

1. A sound banking system. This means that banks attract deposits from and provide loans to households and corporations and have sufficient sources of their own funding to sustain their operations. This is an important prerequisite as it directly influences the effectiveness of the main central bank's instruments. One of the indicators of banking system soundness is a share of non-performing loans. And there

is a significant increase in this indicator for hryvnia retail loans (by the end of 2022, both for car and housing loans the shares of NPLs have approached the range of 15-20% [9]) since the beginning of the full-scale russian invasion of Ukraine. There is still a lot to be done to improve the banking system's soundness.

2. Developed stock and bond markets. This means that there should be an extensive volume of financial operations designed for the redistribution of financial resources within a state. This precondition further strengthens the central bank's ability to attain its announced inflation goals as it magnifies the effects of changes in its key instruments. In the case of Ukraine, there is a small stock market, which has become virtually non-existent since the beginning of the invasion. The bond market is more developed, but it is dominated by state borrowings (Figure 1).

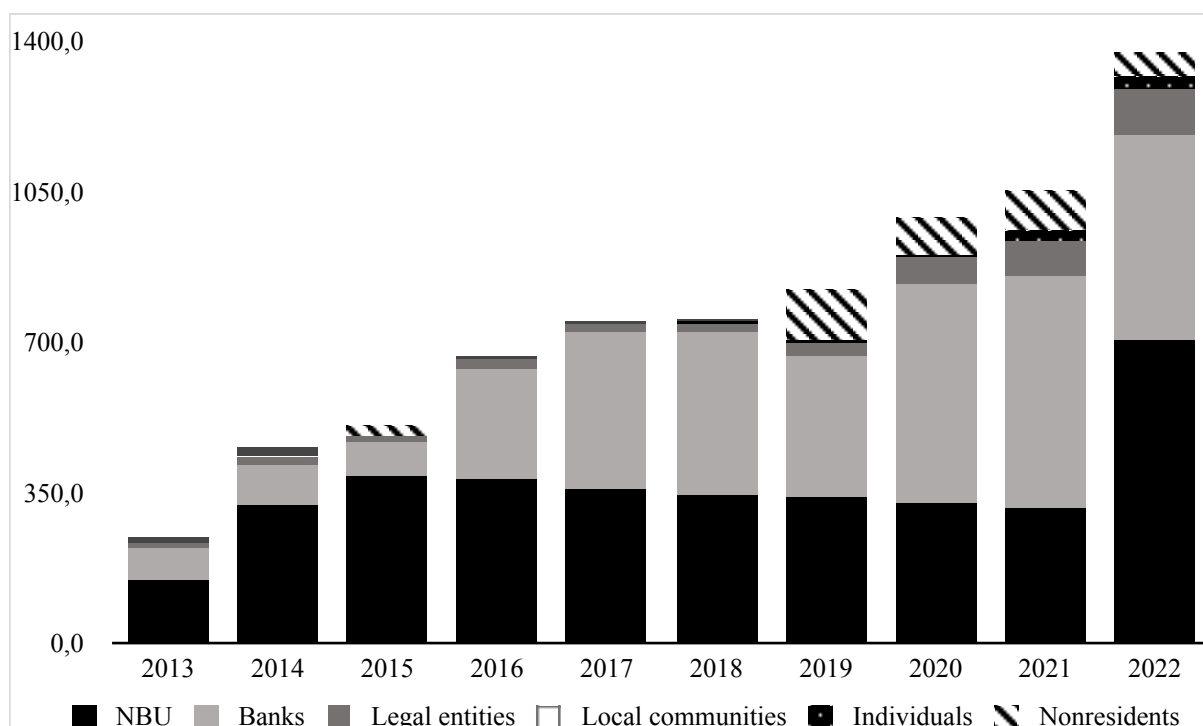


Figure 1. Holders of domestic government bonds, UAH billion, nominal prices
Source: calculated by the author based on the NBU data [10]

Economic structure prerequisites are even harder to satisfy as they typically correspond to rigid structural characteristics of an economy. These include: 1) the degree of financial dollarization; 2) inflation and exchange rate sensitivity to commodity prices; 3) the magnitude of the exchange rate path-through into domestic prices; 4) the scope of administered prices.

Even though the mentioned prerequisites do help a central bank in the effective implementation of inflation targeting, most of them could be achieved after the formal adoption of inflation targeting as a monetary policy framework. And there is a growing body of literature proving that the central bank's commitment to such a

monetary framework speeds up structural and institutional changes in an economy so that it faster moves to the attainment of the aforementioned preconditions [1]. For example, there is evidence that exchange rate pass-through decreases after the adoption of inflation targeting [11]. Some researchers also claim that high dollarization does not preclude the use of inflation-targeting as a policy rule, while inflation targeting has significant treatment effects on lowering actual financial dollarization [12].

So, evidence confirms that even if not all the prerequisites are in place, a strong commitment of the central bank to institutional changes and implementation of inflation targeting in a not fully prepared country greatly accelerates the improvements of the correspondence of the country's indicators to prerequisites for the successful conduct of inflation targeting.

References

1. IMF (2005). Does inflation targeting work in emerging markets? World Economic Outlook.
2. Law of Ukraine on the National Bank of Ukraine (1999). https://bank.gov.ua/en/legislation/Law_NBU
3. Reuters (2022, October 1). Ukraine's central bank governor resigns, citing health reasons. <https://www.reuters.com/world/europe/ukraines-central-bank-governor-tenders>
4. Dan Hardie (2020, July 2). Ukrainian governor resigns in protest. Central banking. <https://www.centralbanking.com/central-banks/governance/7650266/ukrainian-central-bank-governor-resigns-in-protest>
5. NBU (2022, February 24). How Ukraine's Banking System and FX Market Will Work from 24 February 2022 Under Martial Law Throughout Ukraine. <https://bank.gov.ua/en/>
6. Nikolaychuk, S., Sholomytskyi, Y. (2015). Using Macroeconomic Models for Monetary Policy in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 233, 54-64. <https://doi.org/10.26531/vnbu2015.233.054>
7. Krukovets, D. (2020). Data Science Opportunities at Central Banks: Overview. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 249, 13-24. <https://doi.org/10.26531/vnbu2020.249.02>
8. Lepushynskiy, V. (2015). A Strategic Document on Monetary Policy for the Period of the Inflation Targeting Adoption in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 233, 24-38. <https://doi.org/10.26531/vnbu2015.233.024>
9. NBU (2022). Financial Stability Report, December 2022. <https://bank.gov.ua/en/news/all/zvit-pro-finansovu-stabilnist-gruden-2022-roku>
10. NBU (2022, February 19). Statistics at the National Bank of Ukraine. <https://bank.gov.ua/en/statistic/nbustatistic>
11. Kara, H., & Ögünç, F. (2008). Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through: The Turkish Experience. *Emerging Markets Finance & Trade*, 44(6), 52–66. <http://www.jstor.org/stable/27750642>
12. Leiderman, L., Maino, R., & Parrado, E. (2006). Inflation targeting in dollarized economies (pp. 99-114). Palgrave Macmillan UK.

Воробей В. Ю.

Студентка магістерської програми 2 р. н., НаУКМА

Долінський Л. Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

РОЛЬ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ ДЕРЖАВНОЇ ПОЗИКИ У СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ УКРАЇНИ

Вступ. З початком повномасштабного вторгнення росії, економіка нашої країни зазнала чималих збитків. Завдяки країнам-партнерам Україна постійно отримує різного виду фінансову допомогу, гранти, кредити за помірними ставками абоощо. На додачу до цього, в березні Міністерство фінансів України вирішило випускати військові облігації, які мають на меті підтримку державного боргу нашої країни. Критично важливо продовжувати забезпечувати фінансові потреби держави, як оборонні, так і військові, тому економічна стабільність відіграє провідну роль. Саме тому роль ОВДП у системі управління державним боргом слід розглянути детальніше, аби оцінити перспективи розвитку.

Постановка проблеми. Роль облігацій внутрішньої державної позики у системі управління державним боргом необхідно проаналізувати у розрізі трьох часових проміжків, а саме: довоєнного часу, військового стану та прогноз щодо післявоєнного відновлення. На скільки сильно ОВДП допомагають скорочувати дефіцит бюджету та чи завжди така практика фінансування дефіциту використовувалась. Популярність державних облігацій серед інвесторів та перспективи розвитку.

Виклад основних матеріалів дослідження. Для фінансування дефіциту бюджету уряди всіх країн випускають державні облігації. Одним із видів в Україні таких облігацій є облігації внутрішніх державних позик. Провівши дослідження та зібравши статистику, можна сказати, що держава не завжди у великій мірі покладалася на фінансування бюджету через випуск ОВДП. Як видно з таблиці 1, активне залучення державних облігацій для фінансування дефіциту почалося з 2018 року, до цього часу активніше використовувалось зовнішнє запозичення – позики від різних міжнародних установ, допомога ЄС, транші тощо. Єврооблігації займали дуже незначну частку у зовнішніх запозиченнях. Дефіцит бюджету спричиняє зростання державного боргу, який в свою чергу потребує витрат на обслуговування і цим збільшує дефіцит бюджету. У 2015 році дефіцит скоротився через погашення значної суми боргу за рахунок реструктуризації. У 2016-2017 роках через націоналізацію

Приватбанку, було випущено додаткові ОВДП на фінансування заходів пов'язаних із додатковою капіталізацією Привату та збільшення статутного капіталу інших державних банків [1].

Таблиця 1. Основні показники державного бюджету та фінансування державного боргу зі сторони ОВДП

млрд грн	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	План 2023
Внутрішні запозичення на фінансування дефіциту	86,3	23,9	117,2	304	174,2	345,9	382,3	388,3	696,9	90,7
Державні запозичення	181,3	514,1	307,7	478,7	286,5	425,7	639,6	618,2	1309,1	1703,5
Дефіцит ДБ	78,1	45,2	70,3	47,9	59,3	81	217,6	197,9	914,7	1300
Погашення основної суми боргу ДБ	120,8	116,4	111,4	363,5	234,4	345,2	385,5	441,1	448,6	326,2
*внутрішній	68	91,2	102,4	297	166,9	261,4	239,9	343,5	401,9	
*зовнішній	52,8	25,2	9	66,5	67,5	83,8	145,6	97,6	46,6	

Джерело: складено автором на основі даних [1]

В таблиці 2 представлена частка внутрішніх запозичень на фінансування дефіциту в розрізі всіх державних запозичень. Такий низький показник 2015 року пов'язаний з реструктуризацією, тому саме запозичень майже не було. У 2017 році відбувся репрофайлінг, Мінфін випустив облігації та продав їх НБУ через значну потребу додаткових коштів, таким чином обміняв старі ОВДП на нові, які були конвертовані у довгострокові гривневі облігації з різною строковістю та фіксованими ставками [2]. У затвердженому бюджеті на 2023 рік прописана досить незначна з 2022 роком сума внутрішніх запозичень, це впливає на очікувану частку цих запозичень.

Таблиця 2. Частка внутрішніх запозичень на фінансування дефіциту у державних запозиченнях

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	План 2023
47,60%	4,65%	38,09%	63,51%	60,80%	81,25%	59,77%	62,81%	53,24%	5,32%

Джерело: складено автором на основі даних [1]

З таблиці 3 можна побачити, що внутрішні запозичення у 2022 році були дуже значними, що майже повністю було виражено випуском саме військових облігацій. З 597 млрд грн НБУ придбав військових облігацій на суму 400 млрд грн. Зважаючи на обсяг державних запозичень, частка внутрішніх трохи більше половини, інше – фінансова допомога із-за кордону. Збільшення дефіциту бюджету через збільшення видатків у всіх сферах також вплинуло і на зростання державного боргу майже в 2 рази. НБУ грає велику роль, викупуваючи облігації в уряді, він підтримує бюджетну політику, адже наразі попит значно нижче пропозиції. Уряд в свою чергу використовує дані кошти для

критичних потреб в економіці. Проте, в ідеалі, Мінфін має підняти ставки за військовими облігаціями, аби ті мали більшу цінність і таким чином залучали більше інвесторів, щоб в подальшому роль НБУ у фінансуванні бюджету знизилась. Дохідність по облігаціям мала б бути наближеною до рівня інфляції, а краще до очікуваного її рівня [3]. За результатами останнього розміщення ОВДП, номінальний рівень дохідності за гривневими облігаціями складав 16% (до року) – військові, 12,7% (на 2 роки) та 19,75% (на 3 роки) - звичайні. В доларах – 4,25% (6 місяців) - військові та 2,5% - звичайні (6 місяців) [4], [5]. Загалом, ставки за військовими облігаціями в залежності від терміну складають від 9% до 16%.

Таблиця 3. Детальний огляд складових державного бюджету та ОВДП за 2022 рік

млрд грн	2022
Внутрішні запозичення на фінансування дефіциту	696,9
*з них ОВДП в іноземній валюті	103,9
Військові облігації	597,2
*з них придбані НБУ	400
Державні запозичення	1309,1
Дефіцит ДБ	914,7
Погашення основної суми боргу ДБ	448,6
*внутрішній	401,9
*зовнішній	46,6

Джерело: складено автором на основі даних [1]

На рисунку 1 державні запозичення за 2022 рік складають 1309 млрд грн, з них внутрішні та зовнішні поділені майже порівну, перші переважають на декілька відсотків. Частка ОВДП у національній валюті складає більшу частину – 85% та 15% ОВДП придбані за іноземну валюту.

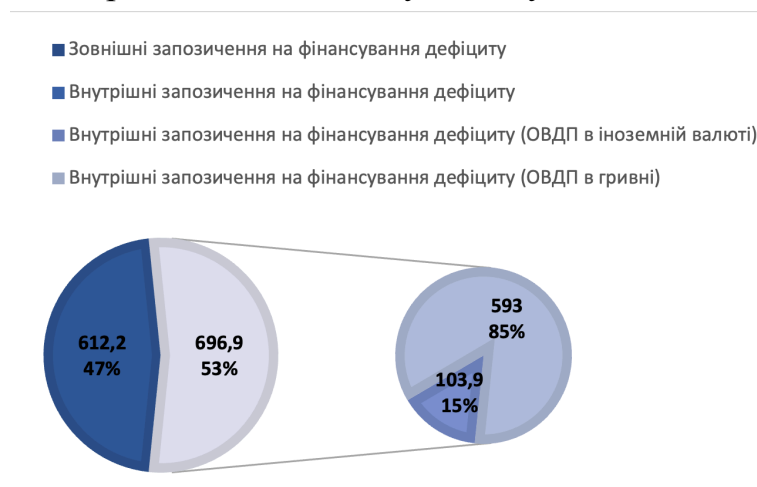


Рис. 1. Частка ОВДП у внутрішніх запозиченнях за 2022 рік

Джерело: складено автором на основі даних [1]

Варто зазначити, що залучення коштів для покриття дефіциту за допомогою державних облігацій потрібно робити, диференціюючи ризики, тобто випускати папери на різний строк у різній валюті та з різною ставкою, залежно від стану економіки. Для зниження навантаження на державний бюджет, доцільно також використовувати індексацію ОВДП випущених в іноземній валюті, тобто прибуток для інвесторів буде, але не за рахунок курсових змін. [6, с.157-158] Наразі наша економіка вже підлаштувалась під умови війни, ми знаємо хто і скільки нам може дати коштів та скільки вже надали, також залучення коштів за допомогою військових облігацій тощо. У майбутньому випуск військових облігацій можна замінити на інші релевантні для нашої країни облігації, які можна буде так само легко отримати, наприклад, зелені облігації. Безумовно, полегшення умов придбання облігацій значно збільшує інтерес на них.

Висновки. Цей аналіз демонструє важливість державних облігацій в управлінні державним боргом. Залучення зовнішніх запозичень на потреби покриття дефіциту бюджету тягнуть за собою валютний ризик, адже якщо ставка за кредитом не є фіксованою, де виплата по кредитах в іноземній валюті в майбутньому може зрости через курсові різниці, девальвацію гривні, інфляцію тощо. Важливим є не те, який саме у країни борг за обсягом, а як вона управляє ним, бо навіть маючи велике боргове навантаження можна мати процвітаючу економіку. Система управління державним боргом має враховувати всі можливі ризики та знаходити найвдаліші шляхи його обслуговування, серед яких зменшення частки запозичень в іноземній валюті.

Список використаних джерел

1. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://mof.gov.ua/uk/budget_2023-582
2. Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-ta-ministerstvo-finansiv-zdiysnili-reprofayling-ovdp-z-portfelya-nbu>
3. Фурман В. НБУ викупує військові облігації, й так фінансує бюджет. Чи вірна ця тактика? [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://biz.nv.ua/ukr/experts/nbu-vikupovuye-viyskovii-ovdp-i-tak-finansuye-byudzheth-chi-pravilno-ce-ekspert-50242740.html>
4. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://mof.gov.ua/uk/ogoloshennja-ta-rezultati-aukcioniv>
5. Міністерство фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572
6. Боргова стійкість державних фінансів [Т. І. Єфименко, С. А. Єрохін, Т. П. Богдан та ін.]. – К. : ДННУ «Акад.фін.управління», 2014. – 712 с.

ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДОБРОБУТУ

Дослідження питань «доброго буття» людини та суспільства прямо чи опосередковано завжди займало чільне місце серед інтересів науковців усього світу. Відповідно до тенденцій в економічній науці змінювались акценти та рівні заглиблення в окреслену тему. Так, А. Сміт та його послідовники взагалі не міркували в категоріях добробуту, оскільки зосереджували увагу своїх досліджень навколо підвищення продуктивності виробництва шляхом поділу праці, машинізації та автоматизації, у результаті чого має зростати кількість вироблених благ. Індивідуальний підхід до аналізу добробуту не був популярним в тогочасній науці, і поняття «суспільного добробуту» з'являлося в економічних працях класиків як логічний наслідок збільшення продуктивності праці. В неокласичному періоді (А. Маршал, А. Пігу, Ф. Еджуорт) поняття добробуту вивчали також як явище суспільне, розширивши джерела багатства людини, включивши до них також послуги. Крім того, А. Пігу виокремив проблеми добробуту суспільства в окремий предмет дослідження, створивши теорію добробуту та поняття «економічного добробуту» [1]. А. Пігу розглядає поняття соціального добробуту, що складається з суми добробуту окремих індивідів, вираженої в грошовому еквіваленті. Отже, варто підсумувати, що в питанні визначення добробуту до середини ХХ століття суттєво превалює фінансовий аспект. І тільки у другій половині ХХ століття сучасні економісти А. Сен разом із Дж. Стігліцем та Ж.-П. Фітуссі додають до концепції добробуту соціально-економічні фактори [2].

Проведений аналіз еволюції поняття добробуту з розвитком економічної думки дозволяє побачити послідовну полярну трансформацію об'єкта дослідження добробуту – від національного багатства до соціального добробуту, вираженого через задоволеність індивідуумів, до теорії суспільного вибору. Оскільки підхід до визначення добробуту відображає актуальні тренди та цінності в суспільстві, важливо підкреслити комплексність цього багатогранного поняття в сучасному розумінні, в якому усі раніше розглянуті рівні добробуту (людини, країни, суспільства) доповнюються новими – добробутом громад, територій, а також у глобальному світі сьогодення нас цікавить, звичайно, добробут всього людства. При цьому важливо зауважити, що взаємозв'язок цих рівнів є двостороннім, оскільки не тільки з людини утворюються громади, що формують населення країн, взаємодіють міжнародні

спільноти, що у своїй сукупності складають людство світу, але існує й обернений вплив суспільства та процесів в ньому на життя окремих людей [3].

Ефективність та прозорість державних програм та рішень впливають на добробут населення країни. Водночас, в умовах сучасного світу люди все частіше стикаються з глобальними викликами, що мають безпосередній вплив на їхнє життя – наслідки кліматичних змін, пандемічні загрози, фінансові кризи, війни. Має місце економічна та цифрова глобалізація, що формують єдиний світовий простір через діяльність міжнародних організацій, форумів та з'їздів, які все більше беруть участь у формуванні внутрішніх політик багатьох країн, як, наприклад: самміти G-7 та G-20, світові програми сталого розвитку, протидії Covid-19 та кліматичним змінам, заходи щодо впровадження четвертої промислової революції тощо. Тобто, з одного боку, людина є фізичною та духовною основою суспільства та населення світу, створює його цінності, правила та традиції, а з другого боку, проблеми та надбання людства впливають як безпосередньо на окрему людину, наприклад, через екологічні фактори, так і опосередковано через вплив на політики та законодавства країн, як, наприклад, в процесі боротьби з пандеміями, глобальними катастрофами чи зовнішньою агресією [3]. Отже, кожному рівню дослідження добробуту притаманна своя специфіка, проте вираження їх у фінансових категоріях збільшує можливості для їх порівняння та подальшого аналізу. Тому з точки зору дослідження кількісних оцінок добробуту важливо розглянути різні сучасні підходи до його вимірювання.

Одним з найвідоміших є показник чистого економічного добробуту, розроблений у США у 1972 р. вченими Джеймсом Тобіном та Вільямом Нордгаузом, та удосконалений Полом Самуельсоном. Цей показник не є самостійним, а застосовується як теоретичне доповнення до аналізу динаміки валового внутрішнього продукту, метою якого є врахування у грошовому вираженні ВВП екологічних ефектів, позаринкової та тіньової діяльності, вільного часу та відпочинку людини, а також наслідків монополії та урбанізації. Тобто розрахунок чистого економічного добробуту починається з фінансової бази ВВП та його коригуючі ефекти також вимірюються через фінансові категорії.

Індекс стійкого економічного добробуту (ISEW, Index of Sustainable Economic Welfare) сьогодні є одним з найбільш популярних показників добробуту, оскільки став основним показником сталого розвитку суспільства, яке передбачає збільшення добробуту поточного покоління без збитків для добробуту майбутніх поколінь. Цей показник використовує уже не ВВП як вихідну точку для розрахунків, а суму споживчих витрат, скориговані на

нерівність розподілу доходів, суспільні видатки (крім видатків на охорону та протидію соціологічній деградації), зростання капіталу, чисту зміну зовнішньо-економічного балансу, вартість взаємних послуг в домашніх господарствах, приватні видатки на захист та девальвацію природничого капіталу. ISEW індекс використовується у Швеції, Бельгії та інших розвинених країнах світу.

У Японії економічний добробут нації визначають через чистий національний прибуток, для розрахунку якого сумують шість *стимуляторів* економічного добробуту, таких як: державне та особисте споживання, послуги державного та споживчого капіталу, вільний час та неринкова діяльність; від суми яких потім віднімається сума наступних трьох *дестимуляторів* добробуту: природоохоронні витрати, збитки від забруднення середовища та від урбанізації. У Греції у 1981 році був розроблений показник економічної перспективи добробуту, що базується на особистому споживанні за винятком витрат на рекламу та природні ресурси, подолання екологічних проблем та проблем зі здоров'ям, особистих витрат на освіту; показник включає державні витрати на освіту, здоров'я та екологію, домашні послуги, вільний час та послуги державного капіталу.

Принципово інший підхід застосувала група вчених в рамках ініціатив міжнародної організації "New Economics Foundation" («Нова Економічна Фундація») у 2005-2006 році, які розробили національні рахунки добробуту та міжнародний індекс щастя, що містять також суб'єктивні оцінки людини свого добробуту. Так, наприклад, національні рахунки добробуту складаються з таких компонентів, як: особистий добробут, що включає емоційну рівновагу та задоволеність життям, соціальний добробут, що передбачає дружні та родинні відносини, довіру до них, а також задоволеність роботою. А міжнародний індекс щастя базується на суб'єктивних оцінках людей різних країн задоволеності своїм життям, скоригованих на очікувану тривалість життя у цих країнах та на так званій «екологічних слід» людини, що відображає вплив людини на середовище її проживання [4].

Враховуючи той факт, що визначення добробуту має відображати актуальні потреби, цінності та пріоритети розвитку суспільства, сучасна концепція добробуту враховує зазначені вище підходи та включає всі аспекти добробуту, як фінансово-матеріальні, так і суб'єктивні емоційно-психологічні та навіть духовні аспекти. Проте базою добробуту навіть із розвитком соціально-економічних відносин та умов життя і праці людей все ж таки залишається фінансово-матеріальна складова, розширена на категорії безпеки в широкому сенсі цього поняття. Адже тільки коли людина забезпечена матеріально, хоча б на базовому рівні, та члени її найближчої родини не мають серйозних загроз

своєму життю та здоров'ю, тоді більш вірогідною стає емоційно-психологічна стабільність такої людини, її прагнення до самореалізації та благодійності, зростає потреба у духовних цінностях [5].

Отже, фінансові категорії формують основу матеріальної складової добробуту, а також є базою технічного інструментарію для вираження усіх інших аспектів добробуту з метою їх оцінки, аналізу та порівняння. Оскільки в світі досі існує ряд глобальних проблем, пов'язаних з бідністю, нерівністю розподілу доходів, неефективністю використання ресурсів та недостатньою екологічністю виробничих процесів, то для їх ефективного вирішення показники, що характеризують ці категорії доречно привести до фінансового вираження для можливості їх подальшого аналізу з метою розроблення державних та міжнародних політик, направлених на підвищення добробуту населення та його громад, країн та націй, а також міжнародних суспільств та людства в цілому.

Список використаних джерел

1. Pigou, Arthur. *The Economics of Welfare*. Macmillan, 1920.
2. Борщенко Т.І. (2018). Роль Амартія Сена в розвитку теорії суспільного добробуту. *Економічна теорія та історія економічної думки*. Том 68. №4. С.1-5. Режим доступу: URL: https://www.econ.vernadskyjournals.in.ua/journals/2018/29_68_4/29_68_4.pdf#page=7
3. Shumska S., Gaidai A., Blyzniuk V. (2023). Welfare of Ukraine's Population: Assessments of the Level and Impact of Key Factors. *Baltic Journal of Economic Studies*. Vol. 9. No. 2.
4. Гузь М.М. (2012). Аналіз показників економічного та суспільного добробуту населення. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. № 36. С. 66–75.
5. Пінчук А.К. (2021). Еволюція поняття «добробут» та сучасні підходи до визначення його складових. *Економічний аналіз*. Том 31. №2. С.44-54. – Режим доступу: URL: <https://www.econa.org.ua/index.php/econa/article/view/1926>
6. Abakumova, J., Primierova, O. (2018). Globalization, growth and inequality: testing causality and asymmetries. *Economic & Managerial Spectrum/Ekonomicko-manaz' e' rske spektrum*, (2).

Галицька Е. В.
Професор кафедри фінансів, НаУКМА
Донкоглова Н. А.
Методист кафедри фінансів, НаУКМА

МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Будь-яке економічне дослідження, зокрема і у фінансовій сфері, повинно ґрунтуватися на відповідному методологічному інструментарії, на продуманому використанні наукових підходів і методів. З огляду на це, неможливо без системного вивчення минулого, моніторингу сучасного стану об'єкта дослідження та прогнозування його змін у майбутньому, що в свою чергу, вимагає розроблення відповідної системи пізнання. Наукове пізнання має два рівні: емпіричний і теоретичний (табл.1).

Таблиця 1. Рівні наукового пізнання

Рівні	Характеристика
Емпіричне знання	Здобувається безпосередньо досвідом. За даним рівнем історично й логічно утвердилася функція збирання і накопичення нових фактів, їх аналіз, систематизація та узагальнення з метою виявлення емпіричних закономірностей.
Теоретичне знання	Здобувається за допомогою логіко-гносеологічних засобів (понять, концепцій, системи знань у певній галузі). Функціями даного виду пізнання є логічне осмислення, пояснення та інтерпретація виявлених закономірностей.

Складено автором на основі [1, с. 6]

Емпіричний рівень дослідження, спрямований безпосередньо на об'єкт вивчення (явище, процес) і спирається на дані спостереження і експерименту. Теоретичний рівень пов'язаний з удосконаленням і розвитком поняттєвого апарату, виходячи з проблематики дослідження, та спрямований на всебічне пізнання об'єкту дослідження. Теоретичне дослідження розкриває і обґрунтовує суттєві сторони явищ, що вивчаються. Ці рівні наукового пізнання органічно пов'язані і водночас різняться способами відтворення об'єктивної реальності та методами дослідження.

Наукове пізнання завжди має системний характер, оскільки об'єкт наукового дослідження розглядається як система, що об'єднує певну множину взаємодіючих елементів в єдине ціле; взаємозв'язок системи і її складових

підпорядковується діалектиці цілого і частин, загального і окремого [1, с. 18]. Системний підхід нерозривно пов'язаний з фундаментальними ідеями діалектики й діалектичного підходу, оскільки діалектичний підхід дає можливість обґрунтувати причинно-наслідкові зв'язки, процеси диференціації та інтеграції, постійну суперечливість між сутністю і явищем, змістом і формою.

За своєю природою системний підхід є загальнонауковим, універсальним, він широко використовується у різних галузях знань. Це пояснюється ускладненням проблем суспільної практики, зростанням обсягу інформації, завданнями наукового пізнання та необхідністю конструювання великих складних систем. Універсальність системного підходу на сучасному етапі економічних досліджень пояснюється тим, що будь-яка проблема, зокрема і у фінансовій сфері, розглядається з точки зору її взаємопов'язаних напрямів вирішення: теоретико-методологічного, емпіричного і прикладного.

Концептуально системний підхід є сукупністю методологічних принципів, які дають можливість: розглядати будь-які складні явища у вигляді ціленаправленої системи, яка є частиною більш загальної системи і в свою чергу включає підсистеми нижчого рівня; оцінювати цілі функціонування окремих підсистем з позицій досягнення загальносистемних цілей, знаходити протиріччя між локальними і загальносистемними цілями, обґрунтовано вибирати критерії ефективності функціонування системи; аналізувати кожний її елемент у взаємодії з іншими елементами та виявляти наслідки результатів зміни в окремих ланках системи для оцінки її поведінки в цілому; визначати специфічні системні ознаки та розробляти формалізовані моделі для дослідження поведінки системи; проводити діагностичний аналіз з метою виявлення «вузьких місць», які гальмують ефективне функціонування системи; досліджувати особливості управління і механізми зворотних зв'язків, оптимізувати режим поведінки систем [5, с. 595-596].

Специфіка методології системного підходу відзначається тим, що вона орієнтує дослідження на розкриття цілісності об'єкта і механізмів, які забезпечують таку цілісність на виявлення різноманітних типів зв'язків складного об'єкта і їхнє узагальнення. Застосування системного підходу потребує кожний об'єкт наукового дослідження, оскільки будь-який об'єкт можна розглядати як певну систему, що має множину взаємопов'язаних елементів, компонентів, підсистем, визначені функції, цілі, склад, структуру.

Основними ознаками системи є наявність:

- найпростіших одиниць - елементів, які її складають;
- підсистем - результатів взаємодії елементів;

- компонентів - результатів взаємодії підсистем, які можна розглядати у відносній ізольованості, поза зв'язками з іншими процесами та явищами;
- внутрішньої структури зв'язків між цими компонентами, а також їхніми підсистемами;
- певного рівня цілісності, ознакою якої є те, що система завдяки взаємодії компонентів одержує інтегральний результат;
- у структурі системо-утворюючих зв'язків, які об'єднують компоненти і підсистеми як частини в єдину систему;
- зв'язку з іншими системами зовнішнього середовища.

Таблиця 2. Характеристика основних принципів системи

Принцип	Характеристика
Цілісність	Розгляд системи як цілісного об'єкту, якість якого не зводиться до властивостей його окремих складових, оскільки всі елементи системи органічно інтегровані в єдине ціле.
Структурність	Характеризує зв'язок між елементами системи, що забезпечує її єдність, зумовлює особливості її внутрішньої будови, а також залежність поведінки системи від поведінки її окремих елементів, їх властивостей та структури.
Динамічність	Характеризує систему як таку, що постійно змінюється; взаємозалежність кожного елемента системи, залежність властивостей цих елементів від їх розташування в системі в цілому.
Всебічність	Врахування всіх внутрішніх зв'язків й відносин системи, а також факторів, що впливають на її функціонування.
Залежність системи від факторів середовища	Система взаємодіє з системами вищого і нижчого порядку, а її функціонування прямо пов'язане із функціонуванням кожної із них.
Ієрархічність	Кожна ланка системи, з одного боку, виступає у вигляді більш обмеженою структурною системою, а з іншого – є частиною, компонентом більш ширшої системи; ієрархія елементів за певними, чітко визначеними критеріями.
Випереджаюче відображення	Наявність постійної актуальної проблематики; не констатація наявного стану системи, а прогнозування її вірогідного розвитку у майбутньому.
Самоорганізація	Здатність системи самостійно підтримувати, відтворювати або удосконалювати рівень своєї організації при зміні внутрішніх чи зовнішніх умов її існування та функціонування.
Множинність підходів	При вивченні кожної системи через принципову складність їх структури і властивостей.

Складено автором на основі: [3, с. 106; 4, с. 134]

Згідно з цим сформувався відповідні методологічні принципи, які забезпечують системну спрямованість наукового дослідження і практичного пізнання об'єкта. До основних системних принципів відносять цілісність, структурність, динамічність, всебічність, залежність системи від факторів середовища, ієрархічність, випереджаюче відображення, самоорганізацію, множинність підходів (табл. 2).

Використання принципів системного підходу дозволяє адекватно описати імовірнісний механізм формування статистичних закономірностей, оскільки в їх основі лежать системні властивості. Функціонування системи залежить від безлічі причин, одні з яких визначальні (формують необхідне), інші – другорядні (випадкові). Економічні явища, зокрема і у фінансовій сфері, динамічні, вони безперервно змінюються й розвиваються. На основі їх вивчення оцінюється інтенсивність зміни явищ у часі та у їх структурі, виявляються закономірності їх розвитку.

Системний підхід дає можливість визначити стратегію наукового дослідження. В його межах розрізняють структурно-функціональний, системно-діяльнісний, системно-генетичний підходи (табл. 3).

Таблиця 3. Характеристика основних різновидів системного підходу (СП)

Різновид СП	Характеристика СП
Структурно-функціональний	Виділення в системних об'єктах структурних елементів (компонентів, підсистем) і визначення їхньої ролі (функцій) у системі; <i>структура</i> характеризує систему у статиці, <i>функції</i> – у динаміці, між ними – певна залежність.
Системно-діяльнісний	Певний компонентний склад людської діяльності, найсуттєвішими компонентами якої є: <i>потреби - суб'єкт - об'єкт – процес – умови – результат</i> , що дає можливість комплексно дослідити будь-яку сферу людської діяльності.
Системно-генетичний	Розкриття <i>умов</i> зародження, формування, розвитку і перетворення системи.

Складено автором на основі: [7, с. 61, 62]

Економічна система на будь-якому рівні ієрархії відкрита, незамкнена; її зв'язок із зовнішнім середовищем моделюється за допомогою кінцевого числа входів і виходів. На виході системи - цільові характеристики, на вході характеристики тих можливостей і засобів, що можуть бути використані для досягнення мети. Наприклад, вирішення проблем статистичного дослідження інвестиційного процесу та інвестиційної діяльності на різних рівнях вимагають конкретизації цілей дослідження інвестування, які повинні базуватися на

використанні системного підходу [2, с. 30, 31]. Автор розглядає інвестиційний процес та інвестиційну діяльність як систему, що має свої елементи, функції, цілі і напрями розв'язання конкретних проблем і для наочності застосовує графічне зображення (рис. 1).

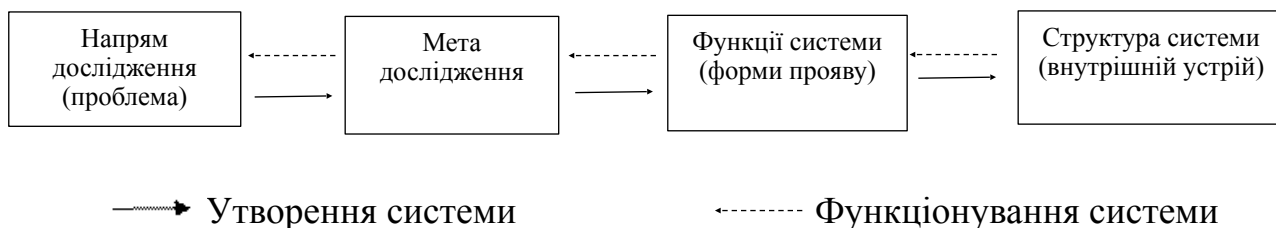


Рис. 1. Системний підхід до статистичного дослідження інвестиційного процесу та інвестиційної діяльності

У наукових дослідженнях системний підхід передбачає застосування системного аналізу, сукупності конкретних наукових методів, прийомів, спеціальних процедур реалізації принципів системного підходу, при якому системне дослідження проблеми складається з таких стадій [3; 5; 6]:

- формулювання проблеми (наявність складності та багатогранності будь-якої проблеми визначає застосування дерева наукової проблеми);
- ідентифікація (визначення меж) системи;
- визначення цілей системи (урахування окрім головної мети, найбільш суттєвих серед інших цілей, побудова дерева цілей);
- формулювання критеріїв (при цьому - головним є не їх кількість, а те, наскільки повно вони характеризують ціль);
- використання і генерування альтернативних варіантів, які ведуть до досягнення поставлених цілей;
- взаємне порівняння альтернатив і вибір оптимального способу досягнення мети.
- оцінка ресурсів, прогноз та аналіз майбутніх умов;
- побудова математичної моделі функціонування системи, аналіз та відбір варіантів за вибраними критеріями, проектування нової системи;
- діагностичний аналіз функціонування системи, прогноз наслідків рішень, які приймаються.

Таким чином, системний підхід – комплексне дослідження великих і складних об'єктів (систем) як єдиного цілого з узгодженим функціонуванням усіх елементів і частин. Кожну конкретну науку, діяльність, об'єкт можна розглядати як певну систему, що має множину взаємопов'язаних елементів,

компонентів, підсистем, визначені функції, цілі, склад, структуру. Системну спрямованість наукового дослідження і практичного пізнання об'єкта забезпечують відповідні системні принципи, оскільки їх використання є одним з головних напрямів реалізації системного підходу в дослідженні будь-яких явищ і процесів, зокрема і фінансово-економічних.

Список використаних джерел

1. Єріна А. М., Захожай В. Б., Єрін Д. Л. *Методологія наукових досліджень* : Навч. посіб. - К.: Центр навчальної літератури, 2004 . - 212 с.
2. Ковтун Н. В. *Статистичне дослідження інвестиційного процесу та інвестиційної діяльності: теорія, методологія, практика.* – Київ: ПВЦ ТОВ «Імекс-ЛТД» 2005. – 420 с.
3. *Методологія економічних досліджень*: / Л.І. Антошкіна, Д.М. Стеченко. – К.: Знання, 2015. – 311 с.
4. Пшик Б. І. *Методологічні аспекти наукових досліджень у сфері фінансово-кредитних відносин.* *Фінансовий простір* № 1 (1) 2011. С. 131-136.
5. Чабан В. Г. *Методологічні аспекти системного дослідження наукових проблем.* URL: <https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/28035/593-599.pdf?sequence=2>
6. Шарапов О.Д., Дербенцев В.Д., Семьонов Д.Є. *Системний аналіз.* Навч.-метод. посібник для самостійного вивчення дисципліни. – К.:КНЕУ, 2003. – 154 с.
7. Шейко В. М., Кушнарєнко Н. М. *Організація та методика науково-дослідницької діяльності: підручник.* - К.: Знання-Прес, 2002. - 295 с.
8. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). *Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.*
9. Лук'яненко, І., Віт, Д., Оліскевич, М. (2020). *Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій.*

ЕНДОГЕННІ ЧИННИКИ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ

Постановка проблеми. Протягом 2022 року абсолютна більшість країн світу стикнулася із безпрецедентним зростанням темпів інфляції, що пов'язано, зокрема, з порушенням логістичних ланцюжків, тенденцією збільшення цін на енергоносії та довготривалою політикою кількісного пом'якшення, якої дотримувались центробанки більшості розвинених країн протягом попередніх років. Важливішим драйвером цінового зростання у світі також стала ескалація військових дій в Україні.

Виклад основного матеріалу. На рівень інфляції в Україні впливає велика кількість чинників, зокрема: динаміка обсягу грошової маси, у т.ч. готівки, адміністративно регульованих цін (тарифів), обмінного курсу національної валюти, стан ринку кредитних ресурсів, реалістичність планування та стан виконання державного бюджету, рівень боргового навантаження на державу та корпорації, фінансовий стан банківської системи, динаміка банківських вкладів населення, промислового виробництва та ВВП, заробітної плати, зайнятості, стан ділової активності, цінова динаміка на зовнішніх ринках, стан основних показників зовнішнього сектору, поточний стан та динаміка міжнародних резервів, стан готівкового та безготівкового валютних ринків, динаміка надходжень приватних грошових переказів з-за кордону тощо. Проте ключовим чинником інфляції в Україні у 2022 році, безумовно, стала активізація збройного конфлікту та трансформація його у відкриті бойові дії.

У грудні 2022 року споживча інфляція в річному вимірі становила 26,6% та практично не змінилася, якщо порівнювати з темпами зростання цін у листопаді (26,5%) та жовтні (26,6%) [1]. При цьому фактичні темпи цінового зростання стали нижчими за базовий прогноз НБУ, опублікований в Інфляційному звіті за жовтень 2022 року [2] (30 % на кінець року). Крім того, не зважаючи на аномальні умови функціонування економіки України в ситуації повномасштабної війни, поточні показники інфляції є зіставними з рівнем 2014 р. (24,9 %) та значно нижчі, ніж у 2015 р. (43,3 %).

Більшість чинників цінового зростання в Україні (військові дії, порушення логістики, негативна цінова кон'юнктура енергоносіїв на світових ринках тощо) є екзогенними або форс-мажорними та не підлягають регулюючому впливу з боку уряду та НБУ. Натомість низка факторів інфляції в

Україні є ендогенними, а їх негативний вплив на динаміку цінового зростання може бути суттєво пом'якшений за рахунок використання комплексу регулюючих заходів з боку держави. Серед основних внутрішніх чинників прискорення цінового зростання в Україні у 2022 році слід виділити наступні.

Вимушена емісія, що реалізується через механізм викупу державного боргу в портфель НБУ. На тлі загострення проблеми бюджетного дефіциту, викликаного скороченням податкових та митних надходжень і зростанням витрат, пов'язаних із фінансуванням ЗСУ та соціальних виплат населенню, Національний банк був змушений активізувати пряме фінансування уряду шляхом купівлі державних боргових цінних паперів, неодноразово наголошуючи при цьому, що дане фінансування має тимчасовий характер та спрямоване на покриття лише критичних видатків держави. Внаслідок цього обсяг інвестицій регулятора у боргові цінні папери держави протягом березня-грудня 2022 р. зріс з 324 до 756 млрд грн, або майже втричі. Очевидно, що пролонгація практики фіскального домінування та фактично емісійного фінансування бюджетного дефіциту входить у протиріччя з ключовим завданням НБУ, що полягає у забезпеченні помірних темпів інфляції та курсової стабільності національної валюти.

Недостатній рівень узгодженості дій державних інститутів у процесі реалізації монетарної політики. Банківська система України має у власному розпорядженні значний обсяг надлишкової ліквідності, що не інвестується у державні цінні папери, натомість розміщується у вигляді короткострокових депозитних сертифікатів НБУ на цілком привабливих для банків умовах із дохідністю 23 % річних. Зокрема, протягом березня-грудня 2022 р. обсяг інвестицій банків у депозитні сертифікати НБУ зріс з 66 до 458 млрд грн, або майже у 7 разів. Натомість, на відміну від регулятора, протягом 2022 р. банки вкрай неохоче інвестували в ОВДП, що пояснюється, у першу чергу, суттєвим розривом між дохідністю ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ. В умовах, що склались, спільне завдання держави в особі Кабінету Міністрів України та Національного банку полягає у переорієнтації інвестиційної активності банків з короткострокових операцій з придбання депозитних сертифікатів НБУ на інвестиції в ОВДП на прийнятних для банків ринкових умовах, що дасть змогу знизити негативний вплив емісії на цінову динаміку в країні та дасть можливість покривати бюджетний дефіцит переважно неемісійним шляхом за рахунок коштів банків. Інструментами для реалізації цього завдання можуть бути або зниження рівня дохідності депозитних сертифікатів НБУ (компетенція регулятора), або підвищення дохідності ОВДП (компетенція уряду). Однією з можливих платформ для формування більш узгоджених між урядом та

регулятором рішень у сфері монетарної політики (у т. ч. щодо таргету інфляції та рівня облікової ставки, до розміру якої «прив'язані» вартість рефінансування банків та дохідність депозитних сертифікатів НБУ) може стати Рада з фінансової стабільності, створена Указом Президента України у березні 2015 р., до складу якої входять, зокрема, Голова НБУ, Міністр фінансів, Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, директор-розпорядник Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, Заступник Керівника Офісу Президента України, до відання якого віднесено питання економічної політики.

Девальвація гривні, викликана скороченням валютних надходжень від експорту та зростанням попиту фізичних осіб на готівкову іноземну валюту. Ключовий чинник інфляції в Україні – високий рівень залежності її економіки як від експорту, так і від імпорту. Таким чином, в умовах значного скорочення валютних надходжень країни від експорту товарів і послуг пропозиція безготівкової валюти на міжбанківському ринку також скорочується, що посилює тиск на валютний курс гривні та провокує її девальвацію. У свою чергу, девальвація гривні є могутнім драйвером інфляції через зростання цін широкої номенклатури імпортованих товарів та сировини, у першу чергу – енергоносіїв. Виходячи з цього, дотримання помірних темпів інфляції в Україні неможливе без забезпечення хоча б відносної курсової стабільності національної валюти.

В умовах війни додатковий тиск на курс гривні також формує не завжди раціональна поведінка населення, що створює додатковий попит на готівковому валютному ринку.

Виходячи з ключового значення девальваційного чинника інфляції в Україні, заходи держави, спрямовані на зниження темпів цінового зростання, мають включати, серед іншого, рішення, спрямовані на зростання пропозиції безготівкової валюти з боку експортерів та задоволення зростаючого попиту населення на готівкову валюту, що загалом мають уповільнити темпи девальвації гривні.

Низький рівень мотивації банків та вкладників укладати строкові депозитні угоди, що перешикоджає санації грошової маси на банківських рахунках. Аналіз динаміки банківських вкладів фізичних осіб у розрізі валют та строків протягом 2022 р. дає підстави стверджувати, що депозити домашніх господарств у гривні з початку війни демонструють стійку тенденцію зростання, проте їх збільшення відбувається виключно за рахунок коштів до запитання (протягом березня-грудня – з 282 до 468 млрд грн). Одним із чинників накопичення залишків на пенсійних, зарплатних та інших видах

поточних гривневих рахунків, очевидно, є зниження рівня фінансової інклюдії, що проявляється в обмеженні доступу до цих коштів для частини військовослужбовців, громадян на тимчасово неконтрольованій урядом території та мігрантів. Поточні вклади населення, що можуть бути зняті з рахунків у вигляді готівки або витрачені у торговельній мережі у будь-який час, безумовно, створюють небезпечний інфляційний «навіс», що може спровокувати значне прискорення цінового зростання у будь-який час. Отже, завданням держави є здійснення низки заходів, спрямованих на санацію цих коштів на строкових рахунках шляхом укладення відповідних депозитних угод. Натомість строкові вклади населення у гривні скорочуються – з 200 млрд грн станом на 01.02.2022 р. до 185 млрд грн на 01.01.2023 р. При цьому радикальне підвищення рівня облікової ставки до 25 % річних у червні 2022 р. не зупинило процес стагнації на ринку гривневих строкових депозитів населення. Одним із чинників консервації обсягу вкладів фізичних осіб у національній валюті на поточному низькому рівні є вкрай неохоче та повільне підвищення банками депозитних ставок.

Висновки та рекомендації.

Аналіз основних проблем, що стоять на перешкоді зниження темпів інфляції в Україні, дає можливість окреслити наступні ключові інструменти їх вирішення:

1. Розглянути можливість зниження дохідності депозитних сертифікатів НБУ до рівня, зіставного з дохідністю ОВДП, що стимулюватиме банки частково переорієнтувати інвестиції у бік останніх, що дасть змогу фінансувати поточний бюджетний дефіцит переважно неемісійним шляхом (НБУ).

2. Забезпечити солідарну відповідальність, узгодженість та транспарентність дій державних інститутів у процесі реалізації монетарної політики (у т. ч. щодо таргету інфляції, рівня облікової ставки, вартості рефінансування, дохідності ОВДП та депозитних сертифікатів НБУ) шляхом координації та синхронізації заходів уряду та НБУ з використанням у якості дискусійної платформи Ради з фінансової стабільності (НБУ, КМУ, ОПУ).

3. Розглянути доцільність відновлення практики обов'язкового продажу частини валютної виручки експортерів на рівні 50-75 %, що має забезпечити зростання пропозиції безготівкової валюти на міжбанківському ринку, гарантувати стабільність курсу гривні як ключового чинника інфляції та позитивно вплинути на динаміку міжнародних резервів країни (НБУ).

4. Забезпечити зростання пропозиції на готівковому валютному ринку з метою задоволення додаткового попиту фізичних осіб шляхом активізації інтервенцій валютної готівки, що також має частково знизити платоспроможний

попит населення на споживчому ринку та позитивно вплинути на цінову динаміку (НБУ).

5. Ініціювати синхронне підвищення дохідності нових строкових депозитів населення у національній валюті на рівні чотирьох державних банків (що є лідерами на ринку банківських послуг та формують ключові тренди його розвитку) з метою «зв'язування» на депозитних рахунках частини грошової маси, яка «тисне» на ціни споживчого ринку та обумовлює негативну динаміку інфляції. Одночасне підвищення дохідності гривневих вкладів державними банками має змусити інших учасників ринку долучитись до цього тренду (Міністерство фінансів України).

6. Активізувати використання немонетарних інструментів антиінфляційної політики держави, що пов'язані зі зростанням пропозиції споживчих товарів, які знаходяться у розпорядженні Державного агентства резерву (паливо, продукти тривалого зберігання тощо) та зниженням негативного впливу монопольної / олігопольної поведінки учасників споживчого ринку, зокрема – мереж АЗС та торговельних мереж (КМУ, АМКУ).

Список використаних джерел

1. Коментар Національного банку щодо рівня інфляції у 2022 році URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/komentar-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-inflyatsiyi-u-2022-rotsi>
2. Інфляційний звіт НБУ. Жовтень 2022 року URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2022-Q4.pdf?v=4

Глазунов А.О.

Аспірант кафедри фінансів, НаУКМА

ВПЛИВ ОБЛІКОВОЇ СТАВКИ НА ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ КОМЕРЦІЙНИХ БАНКІВ В УКРАЇНІ

Фінансова криза 2015-2016 років змусила уряд України розпочати низку банківських реформ. Зокрема, ключовою реформою був перехід до режиму інфляційного таргетування (далі - ІТ). Він допоміг стримати інфляцію та закріпити інфляційні очікування як домогосподарств, так і корпорацій. Режим ІТ має кілька каналів через які облікова ставка впливає на інфляцію. Змінюючи облікову ставку, центральний банк контролює вартість фінансових ресурсів, а отже і поведінку економічних агентів. Наприклад, процентний канал: високі

відсоткові ставки пригнічують споживання та інвестиції, підвищуючи стимули до заощаджень [1]. Як наслідок, зменшення сукупного попиту уповільнює інфляцію. Процентний канал працює у два етапи - сигнал від облікової ставки передається на процентні ставки грошового ринку, а потім міжбанківські процентні ставки визначають роздрібні процентні ставки. Перехід від облікової ставки до ставок окремих банків є ключовим елементом процентного каналу.

Процентний канал трансмісійного механізму можна охарактеризувати як швидкість та рівень реакції процентних ставок на зміну облікової ставки центрального банку (імпульс монетарної політики). Тому в роботах, присвячених процентному каналу, дослідники оцінюють вплив облікової ставки та інших факторів на різні види процентних ставок. Реакція процентних ставок аналізується в короткостроковому та довгостроковому періодах.

Дослідження підтверджує, що зміна облікової ставки транслюється на процентні ставки в банках. Водночас, ми виявили, що зі збільшенням строку погашення, як для кредитів, так і для депозитів, цей ефект послаблюється. Короткострокові кредити та депозити швидше і сильніше реагують на зміну облікової ставки. Тому зміна кредитного портфеля або структури фінансування на коротші строки прискорює передачу.

Досліджень, присвячених трансмісії процентних ставок в Україні, небагато. В 2019 році Жолудь, Лепушинський та Ніколайчук [1] провели дослідження ефективності монетарної політики та проаналізували різні канали монетарної трансмісії, включаючи процентний канал. Вони зазначили, що структура української банківської системи має вирішальне значення для ефективності трансмісії, зокрема рівень доларизації або частка непрацюючих кредитів. Вони проаналізували різні канали трансмісійного механізму і виявили, що канал обмінного курсу є одним з основних каналів впливу на інфляцію. Вони також підтвердили, що ставки комерційних банків за кредитами та депозитами бізнесу швидко реагують на зміну облікової ставки. Реакція ставок за депозитами домогосподарств є повільнішою і слабшою. Однак вони не аналізували різницю між банківськими відсотковими ставками залежно від строку погашення чи форми власності банку.

Зміна облікової ставки не завжди призводить до однакової зміни процентних ставок за кредитами та депозитами. Повна трансмісія облікової ставки на процентні ставки є досить рідкісним явищем. Наприклад, повну трансмісію можна було спостерігати в США [2], [3]. Однак у деяких європейських країнах передача імпульсів монетарної політики є частковою [4]. Найменша передача спостерігається в країнах з ринками, що розвиваються. Наприклад, Саборовські та Вебер [5] проаналізували імпульси монетарної

політики в більш ніж 70 країнах і оцінили середню реакцію процентних ставок за кредитами для кінцевого позичальника. Зокрема, середня реакція становила приблизно 60% від імпульсу випуску у 2008 році та 30% у 2003 році.

Національному банку України (далі - НБУ) вдалося стримувати інфляцію починаючи з 2016 року, але 24 лютого 2022 року росія розпочала повномасштабне вторгнення, і НБУ зіткнувся з новими викликами. Незважаючи порушення у роботі режиму ІТ, зокрема перехід на фіксований обмінний курс, НБУ очікує обмежену дію трансмісійного механізму.

НБУ підвищив ключову ставку до 25%. Одна з причин такого рішення - стимулювання вищих депозитних ставок та підвищення стимулів економічних агентів заощаджувати в національній валюті. Таким чином, центральний банк зміг зменшити тиск на валютний ринок та міжнародні резерви.

Ми дослідили вплив облікової ставки на проценті ставки за новими депозитами населення та бізнесу, а також на проценті ставки за новими кредитами бізнесу. Проценті ставки за новими кредитами населенню мають високу премію, скільки споживчі кредити ризикові, тому не застосовувались для аналізу.

Результати дослідження підтверджують довгостроковий зв'язок між обліковою ставкою та ставками за всіма новими депозитами нефінансових установ. Зміна облікової ставки на 1% в середньому призводить до зростання ставок за депозитами нефінансових установ на 0.9%. Трансмісійний ефект відобразиться на процентних ставках майже через 3 місяці. Процентні ставки за депозитами домогосподарств слабше і повільніше реагують на зміну облікової ставки порівняно з депозитами юридичних осіб. Наприклад, якщо облікову ставку підвищити на 1%, то в середньому ставки за новими депозитами домогосподарств зростуть на 0.6%. Лише половина довгострокового ефекту буде реалізована через пів року. Депозити строком до 1 місяця мають вищу швидкість пристосування, ніж довші депозити як для депозитів населення, так і бізнесу.

Отже, довгострокове фондування повільніше реагує на зміну облікової ставки, тому зміна структури фондування в бік коротших строків стимулює передачу впливу облікової ставки як на депозити домогосподарств, так і на депозити юридичних осіб.

Реакція процентних ставок на монетарний імпульс за корпоративними кредитами є подібною. Довгострокові ефекти та трансмісія ставок з терміном погашення менше 1 місяця є відносно вищими, ніж у моделях з довшим терміном погашення. Зміна облікової ставки впливає майже на всі процентні ставки за корпоративними кредитами, за винятком кредитів зі строком

погашення понад 5 років. Загальна довгострокова реакція процентних ставок за новими корпоративними кредитами на зміну облікової ставки на 1% становить 0.8%, повний ефект реалізується протягом 1-2 місяців.

Отже, ми виявили, що трансмісію облікової ставки до процентних ставок комерційних банків в Україні. Крім того, ми підтвердили, що імпульс монетарної політики слабшає зі збільшенням строків депозитів та кредитів. Таким чином, банки, які мають вищі строки погашення кредитного портфеля, ніж строки погашення депозитів можуть зіштовхнутись з процентним ризиком у майбутньому.

Майбутнє дослідження впливу облікової ставки на проценті ставки повинні включати ширший часовий ряд. Зокрема, кризовий 2022 рік, оскільки він включатиме в себе структурний розрив. Аналіз повинен зосереджуватись на дисбалансах, спровокованих війною. Крім того, залишається простір для дослідження наявних даних, зосередившись на асиметрії реакції процентних ставок на зміну облікової ставки.

Список використаних джерел

1. Zholud, Oleksandr, Volodymyr Lepushynskyi, i Sergiy Nikolaychuk. 2019. «The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting». *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, вип. 247 (Березень): 19–37. <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.02>.
2. Espinosa-Vega, Marco A., i Alessandro Rebucci. 2003. «Retail Bank Interest Rate Pass-Through: Is Chile Atypical?» *Working Papers Central Bank of Chile*, Working Papers Central Bank of Chile, Серпень. <https://ideas.repec.org/p/chb/bcchwp/221.html>.
3. Friedman, Joseph, Shachmurove Shachmurove, i Yochanan Shachmurove. 2017. «Published by Science and Education Centre of North America Monetary Transmission: The Federal Funds Rate and the London Interbank Offered Rate (LIBOR)». *Journal of Finance and Economics* 5 (Квітень): 1–8. <https://doi.org/10.12735/jfe.v5n1p01>.
4. Kok, Christoffer, i Thomas Werner. 2006. «Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area: A Cross Country Comparison». *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.873596>.
5. Saborowski, Christian, i Mr Sebastian Weber. 2013. «Assessing the Determinants of Interest Rate Transmission Through Conditional Impulse Response Functions». *IMF Working Papers*, IMF Working Papers. Січень. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2013-023.html>.

ОСОБЛИВОСТІ ДЕРЖАВНОГО СПРИЯННЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМНИЦТВА В УКРАЇНІ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ

Підприємства є важливим фактором для розвитку країни в будь-який час, але особливо важливим вони стають під час війни. Перш за все, податкові надходження від бізнесу є джерелом великої частини доходів державного бюджету, що дозволяє уряду здійснювати необхідні витрати, в тому числі забезпечувати потреби армії та воєнних операцій. У разі зниження підприємницької активності в країні падають і податкові надходження, що може призвести до серйозних наслідків.

При цьому, збільшення податкових надходжень залежить від того, наскільки добре себе почуває бізнес, який генерує доходи і забезпечує зростання економіки країни. Таким чином, підтримка підприємств під час війни є критично важливою для фінансової стабільності країни та її здатності вести війну.

Крім того, підприємства є важливим джерелом створення робочих місць. Умови війни та економічної кризи можуть призвести до зростання безробіття, що створює додаткові виклики для країни. Забезпечення робочих місць та розвиток малих та середніх підприємств допоможе не тільки зменшити безробіття, але і стимулювати економіку через збільшення обсягу виробництва та обігу грошей. Таким чином, держава має підтримувати підприємства під час війни, як механізм боротьби з безробіттям та забезпечення стабільності економіки країни.

За дослідженням Advanter Group, на даний момент в Україні повністю припинили свою діяльність 54% підприємств, ще 25% майже зупинили свою діяльність, а 21% провели релокацію. Однак, за останнім опитуванням членів Американської торгівельної палати, повноцінно функціонують 60% компаній, ще третина працює частково, 5% тимчасово призупинили діяльність і лише 1% повністю припинили роботу. Незважаючи на ці оптимістичні дані, національний банк оцінює втрати України через війну з Росією в 50% "невиробленого" ВВП, що коштує національній економіці понад 50 млрд грн на тиждень без врахування втрат від руйнувань. За оцінками МВФ, втрати України через військове вторгнення російських окупантів становлять 35% ВВП.

Отже, стан бізнесу в Україні залишається дуже складним через війну з Росією та постійні обстріли, що має вплив на практично всі галузі економіки. Більшість підприємств змушені були припинити або зупинити свою діяльність, а також провести релокацію. Однак, деякі компанії все ще працюють, хоча частково, і допомагають утримувати економіку країни.

Україна в останній рік, незважаючи на складні умови війни, зробила кроки для сприяння підприємству. Один з прикладів - запуск програми "5-7-9", яка передбачає надання безвідсоткових кредитів підприємцям. У рамках програми також забезпечується можливість безкоштовного навчання для підприємців, щоб підвищити їхні бізнес-компетенції. Крім цього, уряд надає допомогу підприємцям у рамках Програми "єПідтримка" та започаткував програму "єРобота", яка допомагає розвивати бізнес і відкривати власні справи. Уряд України орієнтується на експорт, що допомагає підприємцям розширити свій бізнес за межами країни. Для цього офіс з розвитку підприємництва та експорту запустив платформу з актуальною інформацією для українських експортерів. Допомогу підприємцям надає також Рада бізнес-омбудсмена, яка захищає їхні законні права перед державними органами і допомагає вирішувати спори без суду. Загалом, введення різноманітних програм та допомога від державних органів створюють сприятливі умови для підприємництва в Україні, навіть у складних умовах війни.

Українська влада швидко і ефективно реагувала на складну ситуацію, пов'язану з військовим конфліктом на сході країни, і впроваджувала різноманітні законодавчі ініціативи для захисту бізнесу. Зокрема, були прийняті закони, що дозволяють ФОПам сплачувати єдиний податок за ставкою 2%, а також звільняють від відповідальності за несвоєчасну сплату податків та впроваджують мораторій на податкові перевірки. Важливим є також прийнятий закон, який передбачає звільнення від платежів за землю, екологічний податок та податок на нерухоме майно на територіях, що розташовані на тимчасово окупованих або бойових ділянках. Крім того, прийняті закони про організацію трудових відносин в умовах воєнного стану та про пільги для промисловості під час воєнного стану. Уряд також розпочав програму евакуації підприємств із зони бойових дій на захід України та забезпечив належні умови для їх функціонування та працевлаштування людей.

Розглянувши досвід зарубіжних країн, досвід Японії може стати додатковим стимулом для підприємців в Україні, зокрема запровадження блакитних декларацій та стимулювання експорту шляхом збільшення виробництва товарів.

Тоді як уряд ФРН активно підтримував галузі промисловості, що зазнавали труднощів, та надавав пільги інвесторам та підприємцям, що є прикладом для України у розвитку малого та середнього бізнесу. Україна повинна забезпечити лояльні податкові умови ведення бізнесу шляхом зменшення податкового тиску.

Переходячи до наших пропозицій щодо покращення бізнес середовища, у застосунку «Дія» можна буде зареєструвати інформацію про пошкоджене та зруйноване майно громадян України для отримання відшкодування збитків, завданих війною. Проте, є велика кількість компаній, чиє майно теж постраждало через дії агресора. Держава має розробити методику визначення та порядок відшкодування шкоди, завданої майну громадян та бізнесу, щоб забезпечити їхню відшкодування.

Головне завдання України зараз – інтенсифікувати економічні процеси на територіях, де не ведуться бойові дії. Для цього держава має зосередитись на підтримці виробництва та переведенні його у відносно безпечні регіони. Необхідно стимулювати переорієнтацію економіки на підтримку армії, забезпечення оборони, відновлення та підтримання інфраструктури. Також необхідно евакуювати засоби (добрива, насіння, техніку тощо) з районів воєнних дій до відносно безпечних регіонів країни. Окрему увагу потрібно приділити експортно-орієнтованим бізнесам – їхнім завданням має стати збільшення експорту для зростання валютних надходжень до України.

Пріоритетом України є також розвиток логістики та експорту, що забезпечує фінансову стабільність в майбутньому. Для досягнення цієї мети потрібно виконати декілька заходів, таких як першочергове розмінування, відновлення та будівництво транспортної та логістичної інфраструктури, а також створення резервних маршрутів. Україні необхідно розширювати пропускну спроможність залізничних вантажних перевезень в бік Європи. Крім того, варто увагу приділити автоперевезенням та вирішувати проблеми, пов'язані зі скороченням часу при перевірках на блокпостах та заборонаю на виїзд за кордон чоловіків у віці до 60 років.

Ще одним пріоритетом є орієнтація на сусідні держави. На початковому етапі саме сусіди є ключовими джерелами допомоги, інвестицій та ринками збуту продукції. Україні вкрай важливо посилити двосторонню співпрацю з європейськими сусідами, зокрема у частині тимчасового спрощення митних та дозвільних процедур. Важливо розробити та запровадити ефективні механізми співпраці, що дозволяють розвивати економічні зв'язки та підтримувати стійкі відносини між країнами.

Підсумовуючи, варто зазначити, що на тлі військово-політичних турбулентностей в країні спостерігається активний розвиток підприємництва. За даними Опендатабот, в Україні зареєстровано майже 150 тисяч нових бізнесів, при чому кількість реєстрацій щомісяця лише зростає. Це свідчить про те, що українські підприємці мають високу мотивацію діяти в складних умовах. Однак, важливо пам'ятати, що успіх вітчизняного бізнесу залежить від наявності сприятливих умов та підтримки з боку держави. Тому варто активно сприяти розвитку вітчизняного бізнесу, щоб забезпечити стабільне фінансове майбутнє країни. Фінансова допомога від країн-союзників є важливою, але не може замінити внутрішньої підтримки українського бізнесу. Створення сприятливих умов для розвитку бізнесу є необхідною для забезпечення економічного зростання та процвітання країни.

Список використаних джерел

1. Підприємництво в епоху глобальних трансформацій: виклики та перспективи розвитку: монографія. Пашко П.В. та ін. Ірпінь: Університет державної фіскальної служби України 2019. 476 с.
2. The Marshall Plan: Lessons Learned for the 21st Century by OECD Publishing
3. Підтримка бізнесу в умовах війни - Дія.Бізнес. Онлайн ресурс: <https://business.diaa.gov.ua/wartime>
4. Зміни до програми «Доступні кредити 5-7-9%»: підтримка посівної кампанії та активізація підприємництва: Міністерство фінансів України. Онлайн ресурс: <https://minfin.com.ua/>
5. Як працює бізнес в умовах війни: Європейська бізнес асоціація. Онлайн ресурс: <https://eba.com.ua/>

Darii Daryna
2nd year student, NaUKMA
Holly Slaber
1st year student, University of Glasgow

UKRAINIAN BOND MARKET DEVELOPMENT AS A METHOD OF INTERNATIONAL INVESTMENT ATTRACTION

Bond trading is a significant part of Ukraine's securities market, and serves as an effective form of attracting both domestic and non-residential investments. This presentation aims to provide an overview of the current situation in Ukraine's bond market, highlighting the various instruments available for enhancing the financial system. Additionally, the impact of the ongoing war on the bond market will be examined, including how it currently operates and the next steps for development. In the end, it's discussed the role of bond trading in Ukraine and the strategies being employed to maintain stability amidst uncertainty.

The most popular reasons why investors buy bonds are because bond provides a predictable income stream, bond is a way to preserve capital while investing, bond can help offset exposure to more volatile stock holdings, and other reasons depending on the particular trade.

Companies, governments and municipalities issue bonds to get money for various purposes, which may include providing operating cash flow, financing debt, funding capital investments in governmental projects or country needs. Therefore, the advance of the Ukrainian bond market may nowadays be classified as one of the priorities for the further development of the financial system of Ukraine.

In 2021, the Ministry of Finance of Ukraine published an article where highlighted and generalized some main triggers for non-residents to sell Ukrainian bonds and buy dollar instead:

1. The reduction of effective income: Even though the annual interest rates were considerably high and might seem attractive for investors, inflation depreciated this interest rate.
2. Devaluation cycle: Non-residents invested the currency in Ukraine when the dollar increased in price, and withdrew the currency when the dollar price decreased. It's a reasonable way of fixing an income and, normally, it was a cyclic process for the Ukrainian bond market.
3. Expectations related to the monetary policy tightening of the Federal Reserve System, which reflects in the dollar price and world markets generally: Due to the decline of the dollar emission, the trend to reduce investment in emerging markets

occurred. The cost of loans increased, and the profitability of the carry trade decreased respectively. Risk is something that investors seek to avoid and thus choose a safer investment option, that is, buy bonds of the US and the European Union.

4. Uncertainty regarding Ukraine lending by the International Monetary Fund and additional political and economic risks: Simply, the reaction of bond owners to the risk depends on their strategies and forecasts in respect of Ukraine.

2022 has started for Ukraine with the full-scale war and a freeze of the equity market operations as a consequent reaction in order to appease the panic of the traders. This period is represented with such tendencies as loss of Eurobond market access, a net outflow of non-residents from the domestic bond market, and a generalized drop in investment inflows, which has opened large external financing gaps. Uncertainties were dramatically high around the potential market conditional in the absence of a further guarantee. The DSA assumed that the capital controls that were imposed early in the war ruled out any further non-resident portfolio outflows as in Q12022, and conservatively it did not anticipate further inflows for the nearest future.

As soon as the possible control under the financial situation was established, Ukrainian governmental organizations started gradually canceling all restrictions on capital markets to attract investors back to Ukrainian bond trading. Notably, on March 1 Ukraine successfully auctioned domestic war bonds and a strong demand from non-residents was reported.

With such a start, the Ministry of Finance of Ukraine continued making steps toward increasing investments. Firstly, it reflected an issue of non-war domestic bonds which are potentially expected to engage not only citizens, but also non-residents. Secondly, the higher rates on part of instruments of the national currency were set.

The war bond is a way to increase the amount of money in the national treasury, which supports the economy of the country and partially slows down the inflation. As it was already mentioned, Ukraine has successfully issued war bonds with the beginning of the Russian invasion.

Anyone can purchase military government bonds through authorized banks on the secondary market: individuals and legal entities, residents and non-residents. The regulator made the conditions for purchasing the asset as easy as possible even for foreign investors. They can buy military government bonds through the international depository Clearstream. They also have a simplified verification procedure, and all the benefits of securities are relevant. Buying Ukrainian bonds is another way for foreigners to support Ukraine.

However, even though governmental bonds are attractive from an ethical and national support perspective, this instrument as the only one is not going to make a huge impact on capital attraction.

The latest report dated 17th February 2023 of the greatest demand of the non-war governmental bonds this week is as following:

Repayment in Feb 2025

- Under 22%

Repayment in Nov 2023

- Under 18%

Repayment in Feb 2023

- Under 15%

The last two issues were preferred by market participants in more than 60% of cases, both in terms of volume and number of transactions. The nearest repayment terms seem to investors to be the most predictable, because planning the need for their funds for a long period is now considered not as reliable as before the full-scale invasion.

Foreign currency government bonds are in less demand because the minimum amount for securities available for purchase is much higher than for government bonds denominated in hryvnia.

As for the sale of securities, on average, customers sell military bonds twice as often as non-military bonds. The patriotic mood persists, investors in military government bonds are ready to keep them at lower rates until the end. Investors also expect that if the NBU's forecast for inflation slowing down to 18.7% this year is realized, they will earn more when the securities are redeemed than if they were sold earlier.

As of 31st of Jan 2023, the NBU and Clearstream have agreed to expand the existing link to the Ukrainian capital market with additional asset classes. Clearstream is one of the world's largest firms for domestic and international securities. Foreign investors will be able to make transactions not only with Ukraine's government securities, but also with other post-war reconstruction-related financial instruments. To achieve this, Clearstream will open a nominal holder's securities account at the NBU with the support of the Ministry of Finance of Ukraine.

This step will facilitate growth in cross-border investments, improve the Ukrainian capital market's liquidity, and enhance the market's capacity to provide instruments for the recovery of Ukraine's infrastructure and economy. To summarize,

thanks to the NBU & Clearstream cooperation, post-war reconstruction-related financial instruments are expected to be successfully implemented and issued.

As the prime minister, Denys Shmyhal, emphasized the readiness of market players to the financial sector development. After the victory of Ukraine, the development of the bond market (with the intersection with the other integrated financial instruments simultaneously) can become one of the drivers of the recovery of the national economy.

References

1. NBU and Clearstream to Expand Link That Connects Ukrainian Capital Market to Global Financial Markets. URL: <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-ta-clearstream-rozshiryuyut-link-scho-poyednuye-ukrayinski-rinki-kapitalu-z-mijnarodnimi-finansovimi-rinkami>
2. Why are foreigners exiting OVDP and how will it affect the hryvnia. URL: <https://minfin.com.ua/ua/currency/articles/pochemu-inostrancy-vyhodyat-iz-ovgz-i-kak-eto-povliyaet-na-grivnu/>
3. Approaching the victory of Ukraine by buying military bonds. URL: <https://business.dia.gov.ua/en/cases/finansii/nablizaemo-peremogu-ukraini-kupuuci-vijskovi-obligacii>
4. The three OVDP issues that were in the most demand this week. URL: <https://minfin.com.ua/ua/invest/articles/tri-vipuski-ovdp-yaki-koristuvalisya-naybilshim-popitom-cogo-tizhnya/>
5. Прімерова О. К. Особливості розвитку фондового ринку України // Ефективна економіка. - 2016. - №5. Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4948>.

EMPIRICAL ANALYSIS OF THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE LABOR MARKET IN UKRAINE DURING WARTIME

The war in Ukraine caused a humanitarian catastrophe, the consequences of which will determine the vector of labor market development for a long time. The war created risks for citizens staying in Ukraine, especially in the front-line regions, and also caused the appearance of barriers to the free movement of production factors, including labor, leading ineffective functioning of existing labor market institutions. Falling production, contraction of the real sector, combined with significant internal displacements and flows of refugees from the country, lead to large-scale losses in the sphere of employment and real incomes of the population. After all, the military actions caused not only a crisis of supply and demand in the labor market, but directly or indirectly affected all areas of the country's economy.

The macroeconomic shock caused by the full-scale invasion led to a number of forced steps on the part of the Government and the National Bank of Ukraine (NBU). To ensure macroeconomic stability in accordance with the goals of economic growth, central banks implement monetary policy. In order to ensure price stability, the central government influences inflation by regulating the monetary base through interest rates. Lowering rates usually helps to increase inflation. The central bank can also use lower interest rates to stimulate economic growth, which in turn leads to increased real output and, as a result, increased employment. However, the effectiveness of the central bank's policy depends primarily on the adequate functioning of the transmission mechanism. The monetary transmission mechanism is a complex process that includes a number of channels that transmit changes in monetary policy to the real economy. Its main channels include:

- *Interest rate channel*: This channel is one of the most direct ways of transmitting monetary policy. When the central bank changes the key interest rate, it directly affects short-term money market rates. This, in turn, determines the cost of loans for households and companies. Lower interest rates encourage businesses to increase investment and expand operations, which can stimulate job creation. On the other hand, higher interest rates can reduce consumer and investment spending, which can lead to reduced employment;
- *Credit channel (or banking channel)*: A change in the interest rate can affect banks' ability to provide credit. For example, when interest rates are high, loans become more expensive for borrowers and less attractive for banks;

- *Inflation expectations channel*: The central bank can use its communication channels to shape public expectations about future monetary policy and thus influence the behavior of households and companies;
- *Asset channel (or wealth channel)*: Changes in monetary policy can affect the prices of assets such as stocks and real estate, thereby changing household wealth. An increase in wealth can in turn contribute to an increase in spending;
- *Exchange rate channel*: For countries with a freely floating exchange rate, changes in monetary policy can affect the exchange rate, which affects the cost of imports and the competitiveness of exports. Decrease cost national currency may do export goods more competitive that helps increase production and employment in export industries economy.

The central bank uses these channels to achieve its main goals: price stability and full employment at the natural level of unemployment. However, during periods of instability, the monetary transmission degrades and the effect of central bank reforms on the real sector weakens.

The war in Ukraine is an unprecedented macroeconomic shock in Europe since World War II. The reaction of the national economy in 2022 to such a scale of destruction is following:

1. Fall in GDP (decrease in real production volumes). According to the estimates of the State Statistics Service, the fall in GDP in 2022 amounted to 29.1% compared to the corresponding period last year;
2. Rising inflation and dollarization of the economy (devaluation of the national currency). The index of consumer prices in Ukraine for 2022 reached 26.6% , and the rate of devaluation of the hryvnia against the US dollar for 2022, even with the exchange rate fixed, was 34%;
3. Rising unemployment. According to the NBU, the unemployment rate at the end of 2022 was 21.1%. (Patskan Y., 2023)

The NBU also reacted to potential threats to the economy by introducing a number of restrictions, in particular, in order to prevent inflation, the regulator set the discount rate at 25% from July 2022, increasing it by 15 points from the pre-war level. Changes have also taken place in the foreign exchange market since the beginning of the war. Despite their anti-market nature, the measures taken by the NBU were able to ensure the stable functioning of the economy and the stability of the banking system in the conditions of a full-scale war.

On the first day of military service invasion, the regulator adopted Resolution No. 18 dated 24.02.2022 (*On the operation of the banking system during the introduction of martial law*, Law of Ukraine), which a number of restrictions were introduced, in particular:

- fixed official exchange rate as of February 24, 2022;
- cash withdrawals are limited;
- issuance of funds in foreign currency is prohibited;
- the operation of the foreign exchange market was stopped, except for the sale of foreign currency;
- prohibited cross-border currency transfers;
- replenishment of electronic wallets with electronic money and distribution of electronic money are suspended.

For deterrence outflow currency from Ukraine, the concept of critical import was introduced. The introduced NBU are temporary norms are not given be able to retell foreign currency abroad for repayment and maintenance Ukrainian borrower enterprises debt obligations to foreign creditors. You can assert that exchange rate fixation was revealed most effective by the decision of the NBU at present realities. After all, despite the installation discount rate at the level of 25% due to the surplus liquidity, which observed in the economy, the mechanism monetary transmission became less effective, and lag from implementation new norms to them effect on the market increased. So, the exchange rate is one of the effective one's elements monetary transmission also affects the country's trade balance. Through the military actions deficit external trade in goods and services increased almost tenfold, to 25.9 billion dollars. compared to USD 2.7 billion. in 2021. And export goods decreased by 35.2%.

Application of the fixed exchange rate regime in the conditions of military operations justified itself. The stability of the foreign exchange market reduces the risk for exporters. Under such conditions, exporters can plan their activities without fearing sharp fluctuations in exchange rates. Taking into account the fact that about 17% of the employed work in the field of agriculture (see Fig. 1), which is one of the largest export sectors of the economy, the minimization of currency risks has become one of the priority tasks of the NBU.

According to NBU forecasts, provided there are no new significant shocks, the recovery of the labor market will continue in 2023–2025 against the background of economic growth and a fairly soft fiscal policy. The unemployment rate will gradually decrease: in 2023 – to 18.3%, in 2024 – to 16.5%, and in 2025 – to 14.7%. However, it will exceed the pre-war level, particularly given the likely persistence of significant qualification and regional disparities in the labor market. Real wages will return to growth, which will however be moderate in 2023 (3.7%) due to still double-digit inflation. After the reduction of security risks and the full opening of borders, a significant part of businesses will have to compete for workers, including with

foreign employers, which will be a significant factor for the further growth of wages and the likely reduction of unemployment. (National Bank of Ukraine, 2023)

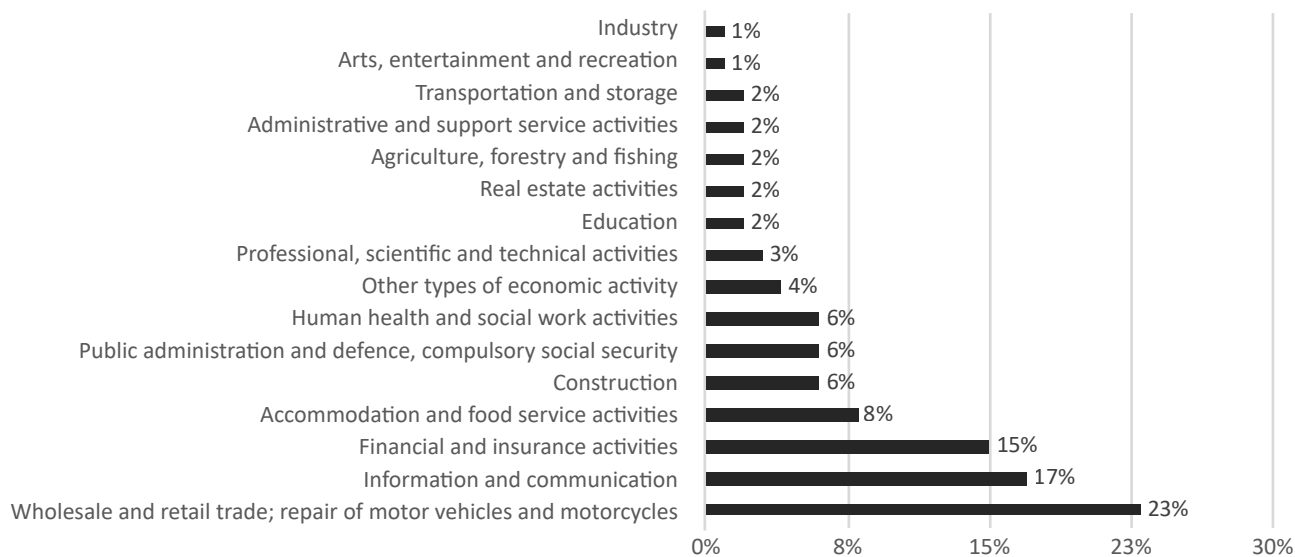


Figure 1. Employment rate by industry economy in 2021, %

Source: Compiled by the author based on data State statistics service

According to data published in the UN report on displaced persons as of May 2023, about 8.24 million refugees from Ukraine are currently in Europe. Poland and Germany are the largest recipient countries in terms of the number of Ukrainian citizens granted asylum. (UNHCR, 2023) Moreover, according to experts' estimates, the population of Ukraine at the beginning of 2023 is 36.7 million people, which is 15.5 % less than at the end of 2021 before the full-scale invasion. Such a sharp reduction is primarily caused by a high level of emigration, which negatively affects not only the number of economically active population, but also the structure of employment. Even despite significant emigration, according to alternative estimates of experts, the unemployment rate still remains high and reaches about 21.1% as of the end of the second quarter of 2023.

It is important to analyze the dynamics of private income from abroad. According to the statistics of the World Bank, it can be seen that significant emigration did not increase the rate of remittances in 2022 compared to 2021 (see Figure 2). The volume of private remittances increased by only \$361 million, which is an increase of 2% compared to the pre-war year.

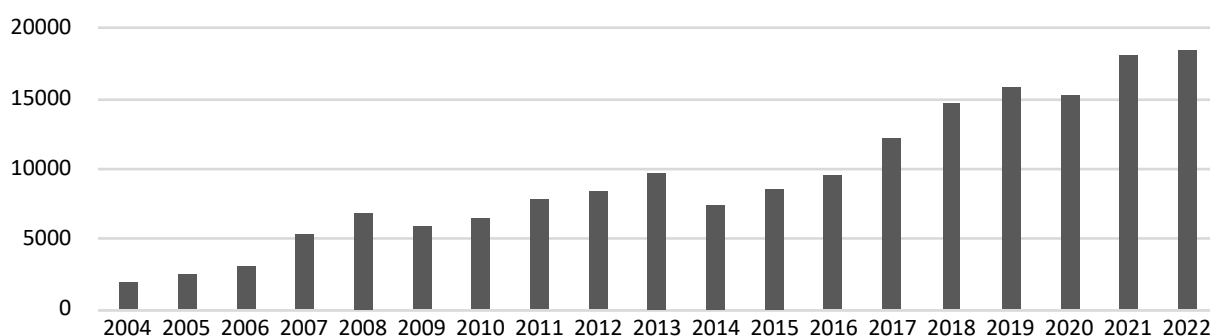


Figure 2. Dynamics of private remittances and payments for wages to Ukraine from abroad from 2004 to 2022, million dollars

Source: Compiled by the author based on data of the World Bank

Conducted in-depth statistical analysis allows do conclusion that _ majority refugees earned money or money received under the program support temporarily displaced persons spend abroad, and massively forced resettlement did not create additional private currency of income to Ukraine. However, according to the NBU, it is clean influx currency to Ukraine is stored thanks to essential volumes international help.

Nevertheless, with the high level of uncertainty caused by the war, by the second quarter of 2023, about 6 million refugees, which is more than 1% of the population of the European Union, still remain abroad on a permanent basis, and therefore, even with the condition of working remotely, Ukrainian business costs consumption is carried out in the host country. According to NBU estimates, in 2022 Ukrainian migrants will spend about 22 billion dollars abroad.

The integration of Ukrainian migrants will have an impact on the indicators of the labor market of the recipient countries. Ukraine's geographical and cultural proximity to Europe, the presence of the diaspora, and the status of temporary protection will contribute to increasing the participation of forced migrants in the labor force. In particular, the European Central Bank expects the labor force participation rate of Ukrainian migrants of working age to range from 25% to 55% in the medium term. It is worth noting that according to the UN survey, 70% of Ukrainian refugees have a higher education, that is, they are a qualified workforce. At the same time, the EU labor force will grow by 0.2–0.8%, or by 0.3–1.3 million people. Although migrants create additional challenges for public finances in the short term, the additional costs of healthcare, education and financial support for temporarily displaced persons, if they remain in their host countries for more than a few years and become active participants in the labor market, for these countries the impact on the budget and economic growth will most likely be positive. Of course, the impact on the GDP of the recipient countries will depend on the integration

policy, but for example, according to Deloitte's estimates , the integration of Ukrainian refugees into the Polish labor market can give an impetus to the additional growth of Poland's GDP by 0.2–3.5% annually in the first five years. (National Bank of Ukraine, 2022b).

During the period of martial law in Ukraine, the labor market faced macroeconomic challenges of an unprecedented scale. The war became a catalyst for the mass exodus of the population: according to estimates, from February 24, between 9 and 14 million citizens left the country. Despite a noticeable decrease in the active labor force, the unemployment rate in Ukraine is still 21.1%, which reflects a significant decrease in production and structural changes in employment as a result of the war. The NBU, as the main regulator, tried to stabilize the economic situation by conducting an active monetary policy from the first days of the full-scale invasion. In particular, this included increasing the discount rate to 25%, fixing the hryvnia exchange rate, and introducing currency restrictions to counter the dollarization of the economy and capital outflow. However, these actions also had undesirable consequences

References

1. On the work of the banking system during the introduction of martial law (Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine). No. 18. (2022). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>
2. State Statistics Service of Ukraine. (2021). Statistical information. <http://www.ukrstat.gov.ua>
3. National Bank of Ukraine. (2023). Inflation report, May 2023. Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/news/all/natsionalniy-bank-pronozuye-znachne-znijennya-inflyatsiyi-ta-povernennya-ekonomiki-do-vidnovlennya-v-tsomurotsi--inflyatsiyinyi-zvit>
4. UNHCR. (2023). Ukraine situation Flash Update №47. <https://data2.unhcr.org/en/documents/details/100793>
5. World Bank (2022). Statistical information. <https://www.worldbank.org/en/country/ukraine>
6. National Bank of Ukraine. (2022b). Impact of Ukrainian migrants on recipient countries' economies. Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Migration_impact_2022-12-15.pdf?fbclid=I

ПЕРЕВАГИ ВИКОРИСТАННЯ ESG ПІДХОДІВ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ В КОНТЕКСТІ МАЙБУТНЬОЇ ВІДБУДОВИ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Постановка проблеми. Важливе завдання полягає в тому, щоб Україна, після важких років війни з Росією, змогла відновити свою економіку та створити стійку основу для майбутнього розвитку. Одним із ключових шляхів досягнення цієї мети може бути інтеграція принципів ESG в інвестиційні інструменти та проекти розвитку. Тому дослідження теоретичних і практичних аспектів, ефективності та перспектив використання ESG інвестицій в Україні, джерел їхнього фінансування набуває важливого значення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Аналіз сутності ESG як прогресивної стратегії розвитку та їхньої імплементації в діяльність бізнесових структур, використання в якості додаткового засобу подолання кризових явищ в економіці чи окремо взяті компанії, або засобу покращення конкурентної позиції і інвестиційної привабливості, здійснювали в своїх дослідженнях багато вітчизняних та іноземних вчених, зокрема, А. П. Матос, А. Камінський, М. Негрей та інші.

Невирішені раніше частини проблеми У наукових дослідженнях детально висвітлено переваги використання ESG підходів для підвищення привабливості для інвестицій та формування репутації компанії. Проте, специфіка використання цих підходів у відновленні фінансової системи та економіки країни, яка стала жертвою зовнішньої військової агресії, залишається недостатньо розробленою і вимагає подальших наукових досліджень

Метою даної тези є обґрунтування можливості та виправданості використання принципів ESG у процесі відновлення економіки та активізації інвестиційної діяльності в Україні

В ході поступової імплементації концепції сталого розвитку в розвинених країнах, формування інформаційного суспільства, відбувається все більше усвідомлення важливості морально-етичних цінностей, зокрема, в контексті економічної діяльності. Для керівництва компаній мислення категоріями економічної ефективності при прийнятті фінансових та управлінських рішень доповнюється філософськими гуманістичними ідеями і мотивами. Такі аспекти як рівень і та якість життя, формування людського капіталу та позитивної репутації компанії, нефінансові аспекти діяльності фірм

які стосуються захисту навколишнього природного середовища, корпоративної соціальної відповідальності набувають важливого значення при оцінці інвестиційної привабливості компаній. Так, за твердженням Пшеничної М «ухвалення рішень з не фінансових питань не лише відбивається на репутації компанії, але й має відчутні економічні наслідки[1]. Крім того, після перемоги над росією, значна потреба України в фінансових ресурсах для відбудови і розвитку економіки може стати вдалою нагодою для багатьох приватних і державних іноземних структур здійснити інвестиції з метою здійснення впливу. Останнім часом такий вид інвестицій є досить важливим, і «поволі зростає за своєю популярністю» [2; с. 71], хоча і не завжди ідентифікується як такий.

1. В зв'язку з цим Україні, при плануванні відбудови економіки і фінансової системи після війни, варто свідомо прийняти принципи ESG в економічній та інвестиційній діяльності в якості визначальних. В цьому контексті роль ESG Інвестицій буде полягати у наступному:
2. Сприяння екологічному відновленню: фінансування проектів з відновлення екосистем, зменшення викидів CO₂, покращення якості повітря та води.
3. Соціальне удосконалення: забезпечення відновлення соціальної інфраструктури, сприяння розвитку освіти, охорони здоров'я. Що в свою чергу сприятиме відновленню і підвищенню якості життя українців через покращення екологічних умов, доступ до освіти та медичних послуг.
4. Покращення управління та прозорості: ESG принципи підносять корпоративне управління на вищий якісний рівень та сприяють боротьбі з корупцією, що є важливим для приваблення іноземних інвесторів.
5. Залучення іноземних інвестицій: ESG інвестиції зазвичай приваблюють іноземний капітал, оскільки вони відповідають міжнародним стандартам і безпечності інвестицій.
6. Збільшення конкурентоспроможності: Компанії, які приділяють увагу ESG, зазвичай стають більш конкурентоспроможними на ринку та приваблюють клієнтів і партнерів.
7. Зниження ризиків, пов'язаних із змінами в кліматі, репутаційними проблемами, санкціями.
8. Розвиток нових секторів, таких як відновлювана енергетика, зелені технології. Зокрема, на заміну зруйнованим галузям.
9. Забезпечують конкурентоспроможність: Інвестиції в розвиток людського капіталу включають навчання та професійний розвиток працівників, які можуть враховувати аспекти ESG. Працівники, навчаючись про екологічну та соціальну відповідальність, можуть бути більш обізнаними та допомагати

підприємству розвивати ESG-стратегії, що підвищує конкурентоспроможність організації в контексті сталості та привертає ESG-орієнтованих інвесторів.

10. Сприяння інноваціям: ESG інвестиції сприяють розвитку інноваційних проектів та підходів, що включають аспекти сталого розвитку. Інвестори часто вимагають від підприємств розробки та впровадження ESG-стратегій, що стимулює розробку нових, більш сталих технологій та рішень.

11. Підвищення продуктивності і зниження витрат: Інвестиції в навчання та розвиток сприяють підвищенню якості праці та продуктивності. Інвестування в розвиток працівників та покращення умов праці, зокрема з урахуванням аспектів ESG, також впливає на задоволеність і здоров'я працівників. Задоволені працівники більше схильні залишатися в компанії, що зменшує витрати на найм та підтримку персоналу. Працівники, особливо молодше покоління, активно шукають роботодавців, які демонструють відповідальність у сферах ESG. Інвестиції в ці аспекти привертають талановитих співробітників, що сприяє поповненню та збагаченню кадрового резерву організації.

12. Зростання вартості бренду: Інвестиції в розвиток працівників та створення сталих робочих умов у контексті ESG можуть значно підвищити вартість бренду компанії. Споживачі стають все більш вимогливими і віддають перевагу продуктам та послугам від підприємств, які проявляють відповідальність в екологічних, соціальних та управлінських аспектах.

Проте при аналізі питання ESG інвестування важливо розуміти, що Україна понесла колосальні втрати внаслідок збройної агресії росії, і не має достатніх власних джерел інвестиційних ресурсів. Тому орієнтуватись повинна буде на підтримку іноземних державних і приватних структур, міжнародних організацій.

Однак, зводити весь набір можливостей інвестування не доцільно лише до сектору ESG. Це може мати вплив при виборі інвестиційних стратегій та управління ризиками на мікрорівні. Так, варто погодитись з твердженням Камінського А.: «зниження рівня оцінки ESG збільшує ризик прямих інвестицій, але зменшує ризик портфельних інвестицій», ... «звуження інвестиції в компанії з високими оцінками ESG руйнують ефект диверсифікації»[3; с.44]. Варто також врахувати, що під критерії ESG не підпадають деякі життєво важливі для відродження та захисту України галузі.

Висновки. Зростання ролі ESG інвестицій у світі робить їх важливим інструментом для сталого розвитку України після перемоги. ESG інвестиції мають значні перспективи в контексті майбутньої відбудови економіки України. Вони здатні підвищити конкурентоздатність вітчизняних компаній, сприяють

екологічному відновленню, соціальному розвитку та покращенню управління. Для забезпечення успіху таких інвестицій необхідно активно приваблювати іноземних інвесторів, розвивати фінансові інструменти та гарантувати прозоре управління проектами.

Список використаних джерел

1. Пшенична М. В. Вплив повномасштабної російсько-української війни на практику імплементації ESG-підходів вітчизняними підприємствами. Економіка і суспільство, випуск №46 2022 р.
2. Педро Матос ESG принципи та відповідальне інституційне інвестування у світі: Критичний огляд досліджень; пер. з англ.. – Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2020. -88 с.
3. Камінський А. Б., Негрей М. В., Федчун А. ЕФЕКТ ESG-SCORE в оцінці ризику прямих та портфельних інвестицій: докази з ринків ЦСЄ. Вісний Харківського національного університету імені В.Н.Каразіна, Випуск 15, Серія «Міжнародні відносини. Економіка. Країнознавство. Туризм» 2022 р. – С,38-44.
4. Primierova, O., Medved, Y. The Role of ESG Factors in the Country's Analysis. *Proceedings of the International scientific-practical conference of students, postgraduates and young scientists "Current issues of financial system development in the information economy"*, Kyiv, 2021.
5. Singhania, M., Saini, N. Institutional framework of ESG disclosures: comparative analysis of developed and developing countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2023, 13.1: 516-559.

Железнюк Є. В.

Студентка магістерської програми 2 р.н., НаУКМА

Долінський Л. Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

ОЦІНЮВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ПРИВАБЛИВІСТЮ УКРАЇНИ ДЛЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТОРІВ

У сучасному світі розвиток економічної системи країни потребує інвестицій, не зважаючи на те чи перебуває країна у розвиненому стані чи має перехідну економіку. Тому держави, що не залучають зовнішні інвестиції неминує значно відставатимуть за рівнем розвитку.

Глобалізація на теперішньому етапі перебуває у стані розквіту, оскільки процес кооперації між країнами надає вигоду для кожного учасника.

На початку двадцять першого століття термін «інвестиційна привабливість» використовувався як компонент конкурентоспроможності держави, що спричинена розвитком секторів, інституцій та компаній.

Численні визначення науковців різняться тлумаченням основних понять. Наприклад, Saturwa відзначає, що діапазон факторів, що впливають на інвестиційну привабливість залежить від самої країни та її пріоритетів. Majewska та Jantón-Drozdowska визначають інвестиційну привабливість країни набором порівняння переваг та недоліків інвестиційного середовища. Lee досліджує такі складові як економічна, соціальна та екологічна [1].

Таким чином, після аналізу вітчизняної та зарубіжної літератури на тему інвестиційна привабливість та дослідження основних факторів впливу було сформовано наступне визначення. Інвестиційна привабливість – це сукупність інституціональних, економічних, інфраструктурних та соціально-психологічних факторів, що дають можливість державі залучати нові ресурси та ефективно їх використовувати.

Одним із методів оцінки привабливості країни для зовнішніх інвестицій є Індекс ризику ділового середовища (BERI index). Даний індекс надає оцінку різним економічним, політичним та фінансовим факторам із відповідними ваговими коефіцієнтами по шкалі від 0 до 4 балів (0 – неприйнятно, 4 – найкращі умови), загальна максимальна оцінка – 100 балів [2].

Важливим є також використання ICOR (Коефіцієнт приросту капіталу), що пояснює взаємозв'язок між вкладеним капіталу та подальшим ростом ВВП. Тобто за допомогою ICOR визначають граничну суму інвестиції необхідного державі для створення наступної одиниці товару, тому зменшення даного

коефіцієнту показує, що економіка працює ефективно. Формула для розрахунку представлена нижче.

$$ICOR = \frac{\Delta K}{\Delta Y} \quad \text{Формула (1)}$$

У формулі 1.1 позначення K означає віддачу капіталу, а Y – це валовий внутрішній продукт (ВВП) [2].

Дослідження даних щодо інвестиційної привабливості країни також можливо здійснити за допомогою звітів спеціалізованих компаній. Оцінку інвестиційної привабливості країн можна знайти у міжнародних рейтингах. Також Economist Intelligence надає звіти глобальних економічних прогнозів, цілісні аналізи країн, прогнози по індустріях та аналіз їх тенденцій, оцінки кредитних ризиків, ESG-рейтинги, середньострокові прогнози по двохстах географічних регіонах та інше. Тобто компанія об'єднує у собі дані, аналізи та прогнозування з метою підпомогти міжнародним корпораціям та інвесторам у прийнятті рішень.

До інструментів оцінювання інвестиційної привабливості необхідно включити також Euromoney Country Risk (ECR), що надає рейтинг ризиковості інвестування у понад 165 країнах за допомогою дослідження двадцяти трьох політичних, економічних та структурних факторів. Таким чином, ще у першому кварталі 2022 року позиція України впала у рейтингу на 9 одиниць на 4,24 у (вимірі квартал до кварталу) із оцінкою 39,51, що означає підвищення ризику у інвестиційній діяльності [3].

Отже, існує багато методів та інструментів, що дозволяють оцінити стан інвестиційної привабливості держави. Тому перед вкладанням капіталу інвестор має можливість розробити власну оцінку, або використати рейтингові агенції для аналізу відповідної держави.

Таблиця 1. Оцінка міжнародних рейтингів Standard & Poor's, Moody's Investors Service" та Fitch Ratings

Рейтингова агенція	Рейтинг	Останнє оновлення	Рішення
Standard & Poor's	CCC	7.04.2023	↓
Moody's Investors Service	Ca	13.02.2023	↓
Fitch Ratings	CC	19.08.2023	↑

Джерело: складено автором на основі даних [4]

Оцінку інвестиційної привабливості країн можна знайти у таких міжнародних рейтингах як: “Doing Business”, “Moody’s Investors Service”, “The Global Competitiveness Index” та інші. У таблиці представлена оцінка трьох міжнародних рейтингів Standard & Poor's, Moody’s Investors Service” та Fitch Ratings відповідно до останнього оновлення.

Рейтингова шкала у кожної організації дещо відрізняється, проте загалом оцінювання відбувається від найбільш позитивної оцінки – AAA, до найменш привабливої – D.

Відповідно до оцінювання рейтингових агенцій Україна не є привабливою інвестицією, оскільки існує високий ризик дефолту. Тому інвестиції у облігації України оцінюються як надзвичайно спекулятивні відповідно до оцінок Ca та Cc від Moody’s та Fitch відповідно, а також мають суттєвий ризик (дещо краще за попередню оцінку) згідно з оцінкою CCC, Standard & Poor's.

Важливо відзначити, що оцінювання інвестиційного ризику України до повномасштабного вторгнення РФ мало вищі рейтингові бали, що підтверджувало нижчий рівень дефолту. Таким чином, оцінка на момент 24-го лютого була наступною: Standard & Poor's – B, Moody’s – B3 та Fitch – B [4].

Додатковою проблемою, що також наслідком перебування у військовому стані є накопичення державного боргу України.



Рисунок 1. Державний борг України у відсотках до ВВП у період 2008-2022 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [5]

На графіку зображена динаміка державного боргу у відсотковому відношенні до валового внутрішнього продукту держави. Динаміка боргу чітко прослідковує кризові ситуації країни. Таким чином, державний борг стрімко зріс із початком Революції гідності, оскільки були збільшені транши від МВФ. Погіршення ситуації відслідковується також під час пандемії COVID-19, що згодом відновлюється у 2021 році. Графічне зображення відображає стрімке збільшення державного боргу із початком повномасштабного вторгнення росії, на кінець 2022 року державний борг склав 78,4% від державного ВВП.

Таким чином, аналіз поточного стану України показав, що інвестиційна привабливість держави вимагає багато роботи, оскільки кризовий стан з якого країна не реабілітувалася повністю після пандемії COVID-19 був значно погіршений після повномасштабного вторгнення рф у 2022 році. Крім того, варто зазначити, що до початку пандемії інвестиційний стан України мав також багато проблем, що могли відштовхувати інвесторів.

Список використаних джерел

1. Moskalenko B., Lyulyov O., Pimonenko T. The investment attractiveness of countries: coupling between core dimensions. Forum Scientiae Oeconomia, 2022. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/89610/1/Moskalenko_et.al_investment.pdf
2. Gulbaxor K. I. Some Aspects of Assessing Investment Attractiveness in the Digital Economy. Texas Journal of Multidisciplinary Studies, 2022. URL: <https://zienjournals.com/index.php/tjm/article/view/1345/1112>
3. Офіційний сайт Euromoney Country Risk. URL: <https://www.euromoney.com/euromoneycountryrisk>
4. Офіційний сайт World Government Bonds. URL: <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/ukraine/>
5. Портал «Мінфін» - джерело інформації про фінанси та інвестиції. Державний борг України. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/debtgov/>

АНТРОПОЛОГІЯ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУТІВ

Економічна теорія легітимізувала свій концептуальний апарат, розбиваючи елементи економічної дійсності до первісного стану та описуючи становлення господарства, як воно описане в неокласичній теорії, за необхідністю. Тут ми стикаємось з анахронізмом, який зводить глобальну історію господарства до безальтернативного розкриття ринкового механізму як ейдосу і трактує всі попередні або сучасні невідповідні теорії форми як порушення ідеалу. І якщо цей погляд може виявитись правий у плані майбутнього ринкової економіки як єдиноможливої системи, то трактування минулого в дусі унілінійного еволюціонізму наскрізь хибне. Справа в тім, що економічна наука не відкрила вічні істини людської взаємодії – натомість появи самої науки було уможливлено тим, що відносно нещодавно в масштабі історії людства постали такі форми суспільно-політичних устрою та людського мислення, тобто така дійсність, яку можна було б описати в концептах економічної науки.

Історія обміну і ринку в людських спільнотах. З початку існування людської раси наші предки жили в компактних групах, витрачаючи чимало часу і прочісуючи величезні території для добування їжі (про що свідчить середня площа землі, необхідна для прогодування однієї людини в мисливців-збирачів – найвища серед усіх форм устрою людського суспільства). В умовах скудних ресурсів індивідуалізм просто не міг існувати. Це були часи умовного егалітаризму, коли діяв принцип «кожному за потребами», який і сьогодні діє в первісних племенах. Принцип обміну в такому суспільстві М. Мос описав так: кожен дар, тобто річ, що віддається від однієї людини іншій, передбачає дар-у-відповідь через певний проміжок часу. Таким чином, зберігалась цілісність спільноти. Таке пояснення викликало критику з боку постструктуралістів, адже, якщо дар вимагає повернення, то сутнісно він перестає бути даром. У К. Леві-Строса учасники дару стають несвідомими пішаками трансцендентної схеми, що діє за розрахунком. Проте П. Бурдьє відкинув це звинувачення, звернувши увагу на інтервал, який завжди проходить між даром і даром у відповідь: саме він забезпечує учасників першого акту обміну від очікування наступного акту і від сприйняття дару як вимоги на віддачу в майбутньому.

Мусимо відкинути ще біологічне заперечення. Дехто може сказати, що первісні люди в цьому плані мало відрізняються від інших соціальних тварин,

які теж практикують альтруїзм, який пояснюється груповим відбором; по суті, егалітаризм це лише тваринний інстинкт, реакція на несприятливе і бідне ресурсами довкілля. Однак таке звинувачення ігноруватиме численні дослідження мислення в первісних людей, найвідомішими авторами яких є антрополог К. Леві-Брюль та релігієзнавець М. Еліаде. У первісному мисленні відсутні окремі категорії індивіда та спільноти, тіла і душі; будь-яка дія неодмінно сприймається як така, що спричинена і сформована у полі містичного, трансцендентного. Таке мислення не вміє визначати причини дій, адже для всього наперед існує одне пояснення – містичні сили, і жодний емпіричний досвід, який прямо суперечить цим установкам, не змусить первісну людину відмовитись від них. У цьому мисленні не існує розділень на окремі субстанції; невдача чоловіка на полюванні пояснюється тим, що жінка вдома зрізала своє волосся, і неважливо, чи справді вона це зробила. Приклади можна продовжувати до нескінченності, однак ясно одне: ця прихильність до містичного пояснення не зводиться до загрози покарання за інакодумство, традиції чи звички – ці люди ревно тримаються за свої установки, навіть коли досвід суперечить їм. Це не генетична детермінація, оскільки справа тут однозначна у вихованні, тим паче, що зміна в мисленні настала в історичній перспективі зовсім недавно, коли не могло статися достатньо генетичних мутацій.

Пояснивши, чому економічне мислення первісних людей кардинально відрізняється від нашого, треба з'ясувати, чому воно змінилося. Тут я пропоную виклад з точки зору зміни суспільно-політичного устрою людських спільнот.

З часом у господарстві з'явилися надлишки продукції, а це призвело до нерівності та ієрархій. Ще за первісного устрою існували окремі класи віщунів, знахарів і т.д. Проте в нових формаціях, як-от плем'я, вождівство, а згодом і держава, ритуальні практики та обміни отримали підживу у вигляді матеріальних цінностей, таким чином, нерівність стала чітко підкреслюватись і виражатись. Якщо раніше вождь міг раптово лишитися посади лише через те, що підданим здалося, ніби він втратив прихильність духів, то тепер станова нерівність отримувала чіткий образ у нерівності речовій, матеріальній, ставала міцнішою. Нагромадження людей, ресурсів призводило до ускладнення мислення, все складніших теологій, все чіткішого категоріального розмежування.

Обмін пристосувався до нових умов. З'явилась практика дару, який неможливо повернути (це зображено в давньоскандинавській сазі, де вікінг хоче вбити того, хто подарував йому меча). Суть у тому, що отримувач дару не може «розплатитися», відповідно, стає залежним від дарувача.

Новий виток історії господарства починається з постановом перших міст-держав у зоні Плодючого півмісяця і перших цивілізацій у Єгипті, Месопотамії, Китаї та Індії. Цар мусив здобувати чималі фінансові ресурси для плати військовим найманцям, покупки лояльності, утримання двору. Тоді був введений в обіг винахід – гроші. Правителі карбували монети, поширювали їх серед населення, створюючи вимогу (IOU) та збирали у вигляді податків. Відповідно, тепер цар міг оплатити ними потрібні послуги, адже ті, хто їх отримував, розуміли, що зможуть виплатити ними свої податки. Ці ж держави стимулювали створення ринків та захищали купців, лихварів, торговців для поживлення грошового обміну та, відповідно, збільшення податкових надходжень.

Капіталізм, дитя європейського Середньовіччя. Економічні відносини, описані вище, були зав'язані на особистих стосунках та соціальному статусі. Наступним етапом у раціоналістичній історії має бути поява безособових інститутів, що захищають права власності та забезпечують вільний ринковий обмін. Проте історія Західної Європи, де такі інститути і з'явилися, показує, що їхня поява завдячує напрочуд специфічним обставинам.

Спершу потрібно поглянути на суспільство в розрізі інтересів окремих акторів та його стабільності загалом: чому взагалі виникли безособові інститути? Для цього треба порівняти моделі урбанізації в середньовічних Китаї та Європі.

У Китаї людина була завідома закріплена за кланом, в яку входить її родина, тому, переїжджаючи в місто, вона селилась у кварталі, де живуть інші представники її клану, працювала в тій же галузі, монополізованій кланом. Тоді як у Європі в місто переселялись молодші сини, які ведлуг принципу майорату не могли претендувати на спадок батька. Відповідно вони опинялись у середовищі без зв'язків і близьких людей.

Ще однією причиною вищої індивідуальності в Європі були реформи Папи Григорія VII (11-те століття). Він активно насаджував суворіше дотримання celibату серед ченців, наслідком чого стало те, що вони не перестали заводити дітей, проте не могли офіційно зареєструвати шлюб, відповідно жінки в економічному плані були як вдови, а діти – як сироти, оскільки не могли отримати спадок і розраховувати на спільне сімейне господарство. У підсумку Церкві довелося реагувати на збільшення числа нужденних жінок і дітей, зобов'язавши парафії підтримувати німечних членів общин. Ця практика існувала в Англії ще під час дії закону Спінхемленда наприкінці 18-го століття.

Тут стає видно, що економічні гарантії з боку влади зменшують стимули до утримування великої родини та забезпечують ґрунт для переходу до нуклеарних сімей.

Як показав А. Грейф з застосуванням апарату теорії ігор, така особливість Європи призводила до вищих транзакційних витрат, ніж у спільнотах, де були механізми рідства, етнічної прив'язаності, як у випадку магрибських купців Тунісу. Відповідно створювався попит знизу на інституції, які могли слідкувати за виконанням контрактів. Правителям було вигідно запроваджувати суди, торгові та рахункові палати через політичну роздробленість Європи і, відповідно, широке поле для конкуренції за те, щоб саме на їхній території відбувалися ярмарки та проходили важливі торгівельні шляхи.

Держава і капіталізм. З 16-17 століть європейські монархії почали консолідацію влади. Воєнна конкуренція призвела до необхідності мати велику регулярну армію, тож королівський двір мусив створювати широку податкову базу. Для цього було кілька способів: 1) співпраця з місцевими елітами, яких позбавляли обов'язку сплачувати податок в обмін на лояльність до монарха, натомість фінансове ярмо перекладалось на селянство, що виливалось у численні бунти, як-от французька Фронда; 2) продаж адміністративних посад буржуазії, аби врахувати інтереси потужної верстви, яка була незадоволена феодалними сеньйорами; 3) продаж земель і огороження (в Англії за правління Генріха VIII та Єлизавети I); 4) видача ліцензій та монопольних привілеїв акціонерним товариствам, заморським компаніям, банкам. Останні два пункти і характеризують народження західного капіталізму. Огороження земель створило потребу у вільному ринку праці, а поява приватних компаній зі значним капіталом визначила подальший інституційний розвиток економіки та держави як деперсоналізованих структур, юридичних осіб, що мисляться окремо від чинних керівників.

Синтез держави, що укріплюється, та капіталу можна побачити на прикладі пізньої індустріалізації в Німеччині та Японії кінця 19 століття. Щоб задовольнити експансіоністські апетити, держава сприяла росту важких капіталозатратних промислових галузей, які потребували великих інвестицій. Оскільки розвинених фінансових ринків, як в англо-саксонському світі, вони не мали, то покладалися на великі монопольні банки. Відбиток цього процесу спостерігається й зараз, адже й досі можна помітити банкоорієнтованість фінансових систем цих країн на противагу знеособленим ринкам США й Британії.

Фінанси у відсталих країнах. Європейський колоніалізм змінював структуру еліт підкорених країн. Відома тактика «поділяй і володарюй»

зумовила складність консолідації новоутворених держав, а асиметрія в розвитку між Європою та колишніми колоніями призвела до того, що місцеві еліти отримували вигоду від міжнародної торгівлі ресурсами за ринковими цінами без стимулів створювати безособові інституції.

Традиційний устрій неможливо штучно зламати і замінити на раціональну бюрократію. Показовий приклад дає пізня Османська імперія. На той час вона відстала від Західної Європи в економічному, політичному, технологічному плані, тому було взято курс на форсовану модернізацію. Якщо раніше селяни мали повинності перед впливовими землевласниками – феллахами, – то внаслідок лібералізації була введена приватна власність на землю колишніми кріпаками. Передбачалось, що вони стануть самостійними власниками і рушієм прогресу, а становище колишніх нижчих класів вирівняється. На практиці вони не здобули самостійність, частково тому, що не мали доступу до кредитування. Як велося у багатьох країнах, що розвиваються, на фінансовий ринок зайшли великі європейські банки, адже вони завжди мають перевагу в розбудованій інфраструктурі та ефективності ведення бізнесу, мають значний капітал, тому можуть мати додаткові чинники впливу на місцеві еліти.

Чимало держав Південно-Східної Азії запровадили пенсії та соціальні виплати, проте це призвело до того, що діти втратили стимули фінансово підтримувати своїх батьків, в підсумку, фінансова стабільність тільки ускладнилась.

Можливо, проблема в поганих політичних інститутах, які заважають впровадженню західних практик ринкової економіки? Виявляється, що і їх неможливо імпортувати, адже й тут все залежить від волі еліт. США насаджували багатопартійність країнам-союзникам по Холодній війні, а з появою МВФ та інших міжнародних фінансових інститутів тиск неоліберальних реформ тільки посилювався. Проте поширеність у країнах Третього світу такого явища, як змагальний авторитаризм (недемократичний режим, за якого лідер має перевагу, але все одно мусить боротися з політичними конкурентами) показує неспроможність ідеї насадженої модернізації.

Перевага Європи гартувалась тисячоліттями дрібних відмінностей, передусім географічних та етнічних, і на кожному поворотному моменті історії конфігурація еліт була така, що не допускала ніякого іншого розвитку крім того, який стався. Шлях до капіталізму та сучасної фінансової економіки Європа пройшла природньо, за необхідністю, а невдачі модернізації у відсталих країнах показують, що свідомо стати на нього нереально.

Каціон О. Ю.
Студент магістерської програми 2 р.н., НаУКМА
Долінський Л. Б.
Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів НаУКМА

УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ РЕАЛІЗАЦІЇ СПІЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ З МІЖНАРОДНИМИ ФІНАНСОВИМИ ОРГАНІЗАЦІЯМИ В УКРАЇНІ

Протягом багатьох років існування України як незалежної держави та суб'єкта світової економічної арени виникало чимало питань та труднощів щодо стану фінансового потенціалу країни у питаннях забезпечення власних потреб. У випадку нестачі доходів бюджету країни для підтримки усіх сфер, що потребують фінансування, одним із альтернативних варіантів для держави є ресурси міжнародних фінансових організацій (МФО). Такий вид фінансової допомоги також використовується приватними підприємствами, наприклад, для збільшення потужностей виробництва та розвитку. В обох випадках, зазвичай, фінансування МФО здійснюється у вигляді кредитів або грантів. Ряд учених, що досліджували дану тематику, виділяють, що специфічні умови щодо строків та способів виконання таких проектів залежать від економічних показників країни-позичальника, цільового спрямування коштів, рівня ризику проекту та ряду інших чинників. Фінансова допомога МФО у вигляді кредитування поступово ставала все більш розповсюджена протягом останніх 10-15 років. Причиною цього, зокрема, можна назвати відносно низьку вартість позикових коштів, що надаються МФО, у порівнянні із подальшою вигодою для підвищення рівня економічного розвитку України.

Щодо найбільших МФО-партнерів України, виділяють Світовий банк (СБ), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) та Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) [1, 2]. Як відомо, до Групи Світового банку входять 5 організацій, із яких найбільший обсяг співробітництва (у фінансовому вираженні) із Україною наявний у Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР) та Міжнародної асоціації розвитку (МАР) [3]. За даними Світового банку, станом на лютий 2023 року разом ці дві організації мають 111 проектів в Україні (закриті, активні та на стадії "pipeline"), без урахування відхилених проектів [4]. Як зазначають дослідники, подібні проекти з інвестування спрямовані на переобладнання або модернізацію технічної складової компаній різних сфер діяльності чи регіону країни, на надання

можливості фінансування оборотних засобів, за умови дотримання принципу прозорості закупівель на кошти, надані МФО [2].

Згідно дослідження Національного інституту стратегічних досліджень, станом на кінець 2019 року (що є доцільним для висвітлення до світової кризи 2020 року) Україна мала близько 5 млрд дол. США невикористаних коштів у рамках співробітництва із МФО. Одним із вирішальних чинників цих труднощів називають затримку розробки документації за спільними проектами із МФО, або й цілком не початий процес підготовки договорів. Відповідно, наявний ризик не надходження погоджених для передачі до України фінансових ресурсів від міжнародних партнерів. Дослідження вказує, що в результаті таких затримок за 2020 рік позичальникам необхідно використати близько 70% невикористаних ресурсів за усіма проектами спільно з МБРР, у іншому випадку ресурси будуть анульовані [5].

1. Недостатній рівень ефективності роботи, що виконується кадрами, залученими до імплементації проектів спільно з МФО = відсутня відповідальність за невиконані обов'язки.
2. Наявність бюрократії у підготовчому процесі проектів.
3. Коруптованість, переважно у державних органах.
4. Недостатня (або відсутня) прозорість використання коштів, наданих МФО.
5. Низький рівень обґрунтування цільового спрямування проектних коштів та подальшого планування.
6. Недотримання «здорових» пропорцій структури під час формування кредитного портфеля [1].

Важливими передумовами для отримання фінансування від міжнародних кредитних організацій називають стабільність політичної системи України та збереження темпів виконання структурних реформ та умов за домовленостями із МФО. У багатьох літературних джерелах прослідковується тема порушення строків імплементації проектів та, як результат, анулювання (скасування) позик. Цікавим аспектом також є виділення відносно більш успішного виконання проектів спільно з ЄБРР, переважно через детальніше спрямування коштів та природу кредитування ЄБРР, що передбачає фінансування разом з іншими агентами [1].

Щоб зберегти та згодом покращувати інвестиційну привабливість як для приватних іноземних інвесторів, так і міжнародних фінансових організацій, виділяють наступні кроки для України:

1. Проведення деолігархізації, що є однією із головних умов вступу України до Європейського Союзу, правильним шляхом, із готовністю протидіяти будь-яким зловживанням силою закону [6].

2. Забезпечити наявність достатнього обсягу кадрів, ресурсів, та, найголовніше, незалежності оперування антикорупційних інституцій.

3. Сприяння та інвестиції у інші органи, що займаються вивченням та протидією корупції.

4. Публічне притягнення винних у випадках із корупцією до відповідальності.

5. Поглиблення співпраці українських недержавних організацій із іноземними інституціями з метою тиску на уряд, та, у кінцевому підсумку, впровадження важливих реформ [7].

Вивчення публікацій та експертних видань дало змогу визначити основні ризики, що міжнародні організації вбачають у процесі фінансування інвестиційних проектів в Україні, серед яких наявні політичні ризики та ризик неефективного державного управління, макроекономічні ризики, окремі ризики щодо галузевих стратегій, ризики щодо розробки технічної основи певного проекту або програми, ризики інституційної спроможності для реалізації та подальшої сталості проектів. Також виокремлено наявність фідучіарного ризику, ризиків, пов'язаних із навколишнім середовищем та соціальних ризиків. Окремо розглянуто ризики щодо фінансової спроможності України обслуговувати наявний борг та вплив на цю здатність додаткових зобов'язань за Планом з повоєнного відновлення та розвитку України.

Враховуючи поточний стан розвитку економіки України під час війни у 2023 р., очевидним ключовим ризиком є перманентна загроза нанесення шкоди наявній інфраструктурі та виробничим потужностям підприємств. На основі цього, виокремлено поточні ключові напрями співробітництва з міжнародними організаціями, серед яких підтримка управління макрофінансовим станом країни та функціонування уряду, забезпечення захисту населення під час значної соціально-економічної кризи, відновлення функціонування критичної інфраструктури (та фінансування цього процесу), а також збереження продуктивності економічного потенціалу України. Відповідно, поточний фокус спільної роботи України та міжнародних організацій спрямований на фінансування торгівлі, забезпечення енергетичної та продовольчої безпеки, відновлення критичної інфраструктури та фінансування приватного сектору [8, 9, 10].

Список використаних джерел

1. Савостьяненко М.В. ІНВЕСТИЦІЙНІ ПРОЕКТИ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ В УКРАЇНІ. Наукові праці НДФІ, 2008. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE
2. Палка І.М. ФІНАНСУВАННЯ МІЖНАРОДНИМИ ІНСТИТУЦІЯМИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНІ. Інноваційна економіка, 2015. URL: http://irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE
3. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку. URL: <https://www.worldbank.org/en/who-we-are/ibrd>
4. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку. URL: https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/projects-list?countrycode_exact=UA&os=0
5. Вікторія Колосова. Аналіз реалізації інвестиційних проектів міжнародних фінансових інституцій в Україні виявив проблеми їх впровадження: думка експертки НІСД. Національний інститут стратегічних досліджень, 2019. URL: <https://niss.gov.ua/news/statti/analiz-realizacii-investiciynikh-proektiv-mizhnarodnikh-finansovikh-instituciiv>
6. Zelensky signs law on deoligarchization. The Kyiv Post, 2021. URL: <https://archive.kyivpost.com/ukraine-politics/zelensky-signs-law-on-deoligarchization.html>
7. Nick Fenton, Andrew Lohsen. Corruption and Private Sector Investment in Ukraine's Reconstruction. Center for Strategic & International Studies, 2022. URL: <https://www.csis.org/analysis/corruption-and-private-sector-investment-ukraines-reconstruction>
8. Офіційний веб-сайт Групи Світового банку. URL: https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/projects-summary?lang=en&countrycode_exact=UA
9. Офіційний веб-сайт Європейського банку реконструкції та розвитку. URL: <https://www.ebrd.com/work-with-us/project-finance/project-summary-documents.html?1=1&filterCountry=Ukraine>
10. Офіційний веб-сайт Європейського інвестиційного банку. URL: <https://www.eib.org/en/projects/regions/eastern-neighbours/ukraine/index.htm>

РЕФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ Й ЗНИЖЕННЯ РОСТУ NPL У БАНКАХ ТА НБУ В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

В сучасних умовах невизначеності та кризового стану економіки, необхідним є забезпечення ефективного функціонування фінансової системи, а також її реформування. Однією з основних проблем, що перешкоджають стабілізації фінансово-економічної ситуації в Україні, а також розвитку банківських систем, які забезпечують кредитування реального сектору економіки, є наявність великого обсягу непрацюючих кредитів (NPL).

Значна частка NPL у загальній структурі активів, призводить до зменшення ліквідності, платоспроможності та прибутковості банків, робить їх вразливими до шоків та системних ризиків, що уповільнює процес економічного зростання. В умовах військового стану, недосконалий ризик-менеджмент та відсутність адекватних буферів для хеджування, підкріплюються втратою територій, ринків збуту і падінням внутрішнього попиту, таким чином в країні вже відбулося погіршення якості кредитного портфеля, і відсоток непрацюючих кредитів продовжує зростати. Про таку тенденцію свідчать останні дані НБУ, станом на 1 січня 2023 року. Відсоток NPL зріс на 8% порівняно з попереднім роком і тепер становить 38%, у гривні ця різниця складає 345 млрд (з 87 млрд до 432 млрд грн). Оскільки основним прибутком банку є стягнення відсотків за кредитами, збільшення NPL унеможлиблює створення нових позик і оплати операційних витрат, та супроводжується падінням акцій кредитора. За такої тенденції, банк поступово втрачає свій капітал та здатність проводити касові операції, якщо таке явище набуває системного характеру і поширюється на велику кількість банківських установ, цей процес може супроводжуватися загальним падінням ВВП. В такому разі варто спрямувати сили на аналіз та пошук шляхів подолання проблеми непрацюючих кредитів, зменшення яких, сприятиме зниженню витрат на фінансування, стане чинником середньострокового зростання банківського кредитування та зменшить проциклічність системи.

Зниження рівня рентабельності банків, та нарощення резервів простежувалось починаючи з 2014 р., коли відбулась дестабілізація банківської системи в умовах економічної рецесії та девальвації, і лише у 2017 банківські активи стали більш прибутковими. Початок повномасштабної війни призупинив довгоочікувану тенденцію до зниження рівня NPL, і розпочав тенденцію до збільшення відрахувань у резерви. Війна вплинула на платоспроможність

позичальників, знищила виробничі можливості, знецінила забезпечення за кредитами, знизивши якість кредитного портфеля.

Окрім відсутності довгострокової стратегії розвитку та правових механізмів, зовнішні шоки, війна, погіршення фінансового стану клієнтів та знецінення застав-стали основою для дефолтів. В умовах невизначеності, було важко втримати допустимий рівень проблемних кредитів, тому дозвіл на проведення гнучких реструктуризацій та відсутність покарань за недотримання вимог до капіталу, призупинили стрімке зростання NPL. До того ж НБУ проводив оцінку ліквідності та платіжної дисципліни банків, що допомогло втримати економіку “на плаву”. Одним зі способів підтримки життєдіяльності банків, став заробіток на карткових операціях українців за кордоном, та заробіток на різниці сукупної вартості залучених депозитів та ставок за депозитними сертифікатами. Для установ, які диверсифікували свої портфелі і отримували різні види доходів, збільшення NPL на 50% не завдасть помітних збитків. Таким чином, деяким банкам не доведеться залучати додаткові капітали для продовження функціонування після завершення війни. Однак ситуація ускладнюється тим, що деякі банкіри не поспішають визнавати проблемні кредити, показуючи високі прибутки акціонерам та хорошу якість власного капіталу – регулятору, що призводить до інформаційної асиметрії між покупцями та продавцями. До того ж існують банки, в яких частка процентних доходів перевищує 75% від загально прибутку і найменше збільшення NPL приносить великі збитки. З початком війни непрацюючих кредитів стало більше, а боротися з ними дедалі складніше (більшість непрацюючих кредитів сконцентровано в державних банках, це близько 75%, 40% з яких припадають на Приватбанк; 14,7% на Ощадбанк і 12,6% на Укресімбанк) тому необхідними є своєчасна оцінка кредитного ризику та проведення реструктуризацій. Є декілька шляхів запобігання зростанню NPL, найпростіший з яких-продаж таких кредитів колекторським агенствам та інвесторам, для виведення ризикових активів з балансу. Більш складною є схема диверсифікації банківського портфеля, або кредитування якомога більшої кількості галузей, під час чого, банк потребує певних реформацій. Реалізація ефективності пруденційних інструментів, таких як: співвідношення кредитів і депозитів, резервні вимоги(після початку повномасштабної війни, обсяги резервних відрахувань значно збільшились, і тепер становлять понад 12% від кредитного портфеля, або понад 100млрд грн) та коефіцієнт ліквідності, допоможе вирішити проблему непрацюючих кредитів. Правильна оцінка застав, вдалий ризик-менеджмент, вчасна оцінка якості кредитних портфелів та ризику, формування відповідних резервів, також є інструментами для зниження NPL. В

умовах військового стану, при оцінці вартості заставного майна, потрібно враховувати втрату доступу до майна, а також його пошкодження або знищення. В Україні зараз відбувається визнання справжньої якості активів, яке надалі сприятиме зменшенню NPL, проте наразі цифри збільшуються, через ігнорування непрацюючих кредитів у минулому.

Для досягнення позитивних зрушень у банківській системі, можна провести інвентаризацію коштів на банківських рахунках, гнучку реструктуризацію банківської системи (проведення якої, стало більш доступним з урахуванням військової ситуації), та диференціацію банківського продукту. Загалом банкам, які не спеціалізувалися на кредитуванні, зростання рівня NPL не загрожує мінімізації ризику та оптимізації доходів, а для інших банків, описана політика, допоможе подолати кризові явища, та підвищити інвестиційну привабливість.

Список використаних джерел

1. Банки підвищили ставки для населення: скільки коштує кредит на початку 2023 року. «Дебет-Кредит» - Бухгалтерські новини. URL: [https://news.dtki.ua/finance/bank-system/81681-banki-pidvishhili-stavki-dlia-naselennia-skilki-kostuje-kredit-na-prosatu-2023-roku#:~:text=Частка%20непрацюючих%20кредитів%20\(NPL\)%20у,грн%20до%20432%20млрд%20грн.](https://news.dtki.ua/finance/bank-system/81681-banki-pidvishhili-stavki-dlia-naselennia-skilki-kostuje-kredit-na-prosatu-2023-roku#:~:text=Частка%20непрацюючих%20кредитів%20(NPL)%20у,грн%20до%20432%20млрд%20грн.) (дата звернення: 3.04.2023).
2. Рівень непрацюючих кредитів (NPL). Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/stability/npl> (дата звернення: 3.04.2023).
3. Економічна правда. Проблемні борги банків: як швидке зменшення частки непрацюючих кредитів може стати проблемою для всіх. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2021/08/10/676755/> (дата звернення: 6.04.2023).
4. Правові аспекти непрацюючих кредитів в Україні: останні зміни та перспективи | Hillmont Partners. Hillmont Partners. URL: <https://hillmont.com/ua/publ/alerts/legal-practicalities-ukrainian-non-performing-loans-recent-changes-perspectives> (дата звернення: 6.04.2023).
5. НБУ: банки почали визнавати NPL, їх частка на кінець першого півріччя - 29,7% - FINBALANCE. FINBALANCE. Все про економіку та фінанси. URL: <https://finbalance.com.ua/news/banki-pochali-viznavati-npl-kh-chastka-na-kinets-pershoho-pivrichchya---297> (дата звернення: 7.04.2023).

Коваленко Ю. І.
Студент 3 р. н., НаУКМА
Сидорович М. Я.

Кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів, НаУКМА

РОЗВИТОК РИНКУ ЗЕЛЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Тема цієї роботи має високий рівень актуальності через стрімкі рівні зростання цієї галузі. Позитивною тенденцією слід вважати розвиток галузевих стандартів, оскільки вони дозволяють врахувати суттєві для інвесторів специфічні галузеві ризики та драйвери вартості. Крім того, активно розвивається тренд щодо врахування кліматичних (такі як Глобальне потепління), епідеміологічних ризиків (COVID-19) та їх фінансових наслідків при формуванні інвестиційних портфелів.

Було виділено такі ризики в зелених облігаціях для потенційних інвесторів:

- **Кредитний ризик:** Як і будь-які інші облігації, зелені облігації схильні до кредитного ризику, тобто ризику невиконання емітентом своїх боргових зобов'язань. Якщо емітент зеленої облігації не зможе виплатити відсотки або погасити основну суму боргу при настанні терміну погашення облігації, інвестори можуть втратити частину або всю суму інвестиції.
- **Ринковий ризик:** Зелені облігації також піддаються ринковому ризику, тобто ризику того, що вартість облігації коливатиметься через зміни відсоткових ставок або інших ринкових умов. Якщо відсоткові ставки зростають, вартість облігації може знизитися, і інвестори можуть бути змушені продати облігації зі збитками.
- **Ризик ліквідності:** Зелені облігації можуть бути менш ліквідними, ніж інші види облігацій, а це означає, що їх може бути складніше швидко купити або продати. Це може ускладнити інвесторам вихід зі своїх позицій, якщо їм потрібно зробити це швидко.
- **Ризик "грінвошингу":** На ринку зелених облігацій існує ризик "грінвошингу", тобто оманливих заяв щодо екологічних переваг проекту або інвестиції, що вводять в оману. Інвестори повинні знати про цей ризик і проводити належну перевірку, щоб переконатися, що облігації, в які вони інвестують, є справді зеленими.
- **Регуляторний ризик:** Зміни в законодавстві та нормативних актах можуть вплинути на вартість зелених облігацій. Наприклад, якщо уряд вирішить

скоротити субсидії для проектів з відновлюваної енергетики, вартість зелених облігацій, випущених для фінансування цих проектів, може знизитися.

Також вже є практичні приклади використання зелених облігацій. Ось наприклад у 2019 році зелені бонди банку BBVA мали великий успіх. Галузевий розподіл надходжень від облігацій було розширено на нові сектори, такі як енергоефективність, управління відходами та водними ресурсами, на додаток до відновлюваної енергетики та сталого транспорту. Зокрема, BBVA виділив 1 282 млн євро на фінансування проектів з відновлюваної енергетики, що дозволило уникнути викидів в атмосферу загальним обсягом 646 976 тон CO₂ у 2019 році та загальним виробництвом 2 300 ГВт-год електроенергії на рік. Крім того, загалом 468 млн євро було виділено на сталий транспорт, що дозволило уникнути викидів в атмосферу 75 957 тон CO₂ за оцінками самого банку [1].

Для проведення фокус-аналізу було відокремлено п'ять факторів оцінки зелених облігацій (таблиця 1), що вважаються основними, та проведена оцінка державних зелених облігацій Франції, а саме зелених облігацій довгострокового забов'язання. Але для цієї роботи був обраний один інструмент для фокус-аналізу, а саме зелені облігації OAT (Obligations assimilables du Trésor) – суверенні облігації, що випускаються Казначейством Франції, як правило, на аукціоні відповідно до заздалегідь опублікованого річного календаря.

Таблиця 1. Фактори задля фокус-аналізу для оцінки зелених облігацій

Фактор	Детальний опис
Використання надходжень	Емітент повинен чітко визначити проекти, які будуть фінансуватися за рахунок надходжень від облігацій. Важливо оцінити досвід емітента в реалізації подібних проектів у минулому та ймовірність їх успішної реалізації.
Структура зелених облігацій	Емітент повинен мати комплексну концепцію зелених облігацій, яка визначає критерії відбору проектів, управління та звітності.
Кредитний рейтинг	Кредитний рейтинг емітента повинен бути оцінений для оцінки ризику дефолту.
Дохідність	Дохідність облігації слід порівнювати з аналогічними облігаціями на ринку, щоб оцінити її привабливість. Дохідність зелених облігацій може бути дещо нижчою, ніж у традиційних облігацій через їхню спрямованість на сталий розвиток, але інвестори не повинні йти на компроміс зі своїми очікуваннями щодо дохідності.
Звітність	Емітент повинен надавати регулярну звітність про використання надходжень, вплив профінансованих проектів на навколишнє середовище та прогрес у досягненні цілей сталого розвитку.

Джерело: складено автором

Як зазначено на офіційній сторінці Казначейства Франції, 24 січня 2017 року Казначейство випустило першу французьку суверенну зелену облігацію - Green OAT 1,75% 25 червня 2039 року на суму 7 млрд євро [2].

Для фокус-аналіза було обрано французькі зелені облігації OAT (FR0013234333) з датою погашення 25 червня 2039 року з щорічним купоном у 1,75%. Обраний вид цінного паперу є облігацією з фіксованою ставкою.

Отримані результати фокус-аналізу зображено у таблиці 2.

Таблиця 2. Результати фокус-аналізу французької зеленої облігації OAT (FR0013234333)

Фактор	Детальний опис
Використання надходжень	Зелені облігації використовуються для фінансування державних витрат на проекти, що сприяють сталому розвитку, включаючи боротьбу зі зміною клімату, адаптацію до зміни клімату, захист біорізноманіття та боротьбу із забрудненням. Це відповідає стандартам зелених облігацій ICMA та CBI, які вимагають, щоб надходження від них використовувалися для екологічно сталих проектів.
Структура зелених облігацій	Франція має всеосяжну програму зелених облігацій, яка визначає критерії відбору проектів, управління та звітності. Система відповідає міжнародним стандартам і пройшла незалежну перевірку третьою стороною. Концепція надає детальну інформацію про прийнятні витрати, процес відбору проектів та звітність про вплив, що підвищує прозорість та довіру до зелених облігацій OAT. [5]
Кредитний рейтинг	Франція має високий кредитний рейтинг, що знижує ризик дефолту. Облігації Green OAT підтримуються кредитоспроможністю французького уряду, яка вважається дуже сильною. Однак інвестори також повинні враховувати екологічні ризики, пов'язані з проектами, що фінансуються.
Дохідність	Станом на 15 березня 2023 року дохідність зелених OAT 1,75% з погашенням 25 червня 2039 року становить приблизно 3,2%, тоді як дохідність звичайної французької державної облігації з такою ж датою погашення (OAT 1,25% з погашенням 25 травня 2038 року) становить приблизно 2,99%. [3][4]
Звітність	Франція регулярно звітує про використання надходжень, вплив профінансованих проектів на навколишнє середовище та прогрес у досягненні цілей сталого розвитку. Звіти є вичерпними та прозорими, надаючи інвесторам детальну інформацію про вплив облігацій Green OAT на навколишнє середовище. [6]

Джерело: складено автором на основі Таблиці 1.1

Загалом, французькі зелені облігації видаються надійним і прозорим способом фінансування екологічно сталих проектів. Комплексна концепція зелених облігацій та регулярна звітність надають інвесторам необхідну інформацію для оцінки впливу облігацій на навколишнє середовище. Високий кредитний рейтинг уряду знижує ризик дефолту, а дохідність облігацій відповідає ринковим очікуванням щодо облігацій.

Отже, зелені облігації можуть мати позитивний вплив на навколишнє середовище, фінансуючи проекти та ініціативи, спрямовані на вирішення екологічних проблем, таких як зміна клімату, забруднення та втрата біорізноманіття. Забезпечуючи фінансування таких проектів, зелені облігації можуть допомогти прискорити перехід до низьковуглецевої, сталої економіки.

Україна могла б отримати вигоду від приділення більшої уваги ринку зелених облігацій, оскільки він може стати новим джерелом фінансування зелених проектів і допомогти залучити екологічно свідомих інвесторів. Участь у ринку зелених облігацій може покращити репутацію України як країни, що прагне вирішувати екологічні проблеми та сприяти сталому розвитку.

Список використаних джерел

1. Álvarez C. BBVA green bonds reduced the carbon footprint by 724 tons of CO₂ in 2019. *NEWS BBVA*. URL: <https://www.bbva.com/en/sustainability/bbva-green-bonds-reduced-the-carbon-footprint-by-724-tons-of-co2-in-2019/>.
2. Green oats | agence france trésor. *Agence France Trésor*. URL: <https://www.aft.gouv.fr/en/green-oat#Contexte>.
3. Frankreich, republik 1,75% 16/39 bond | A19CGY | FR0013234333 | price. *Börse Frankfurt: Aktien, Kurse, Charts und Nachrichten*. URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/fr0013234333-frankreich-republik-1-75-16-39>.
4. Frankreich, republik 1,25% 21/38 bond | A3K36L | FR0014009062 | price. *Börse Frankfurt: Aktien, Kurse, Charts und Nachrichten*. URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/fr0014009062-frankreich-republik-1-25-21-38>.
5. GREEN OATs ALLOCATION AND PERFORMANCE REPORT 2021. 2021. 100 p. URL: https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/3.2_OATMLT/3.2.2_OATVerte/OAT_2021_FINAL_WEB_ENG.pdf.
6. Green OAT public subsidies to weather forecast and earth observation activities. 2021. 117 p. URL: https://www.aft.gouv.fr/files/medias-aft/3_Dette/3.2_OATMLT/3.2.2_OATVerte/1%20-%20Final%20report_Meteo%20France%20and%20Earth%20Observation.pdf.

Лепеха К. П.

Студентка магістерської програми 2 р.н., НаУКМА

Токарчук Т. В.

Кандидат економічних наук, старший викладач кафедри фінансів, НаУКМА

АНАЛІЗ ЧИННИКІВ ВПЛИВУ НА ВАРТІСТЬ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ УКРАЇНИ

Для розуміння перспектив динаміки державного боргу та боргового навантаження важливо розуміти вартість залучення боргу. З огляду на те, що вартість зовнішнього боргу наразі не визначається ринком, а ставки та терміни є пільговими, прогнозувати ставки можна хіба що експертним методом. Проте можна статистично дослідити та спрогнозувати ставки на внутрішній борг.

За даними Міністерства фінансів, за період війни вартість внутрішнього боргу зросла, на відміну від зовнішнього. Внутрішній борг більш ніж на 90% складається з ОВДП. Зростання ставок несе ризики для уряду, адже обслуговувати цей борг стає все важче. Більш того, саме на залучення внутрішнього боргу зараз важливо акцентувати, адже гарантії зовнішньої підтримки Україна вже отримала. Урядом було вирішено уникати монетизації державного бюджету у 2023 році, тим часом банківська система – крупний власник ОВДП існує в умовах надлишкової ліквідності, а отже потенційно може нарощувати купівлю державних облігацій, і державні органи та НБУ активно працюють в цьому напрямку. Проте реальна доходність облігацій на первинному ринку залишається близькою до нуля через високу інфляцію. Тож уряду необхідно тримати баланс між тим, щоб створити достатньо стимулів для банківської системи та інших потенційних інвесторів у ОВДП, та борговою стійкістю – можливістю вчасно та в повному обсязі обслуговувати та погашати цей борг. В цьому контексті важливо спрогнозувати ставки доходності на держоблігації та зрозуміти як вони взаємодіють з іншими ринковими показниками. Дане дослідження передбачає побудову вектор авторегресійної моделі, де змінними будуть `key_rate` – облікова ставка, `bond_rate` – рівноважна ставка за ОВДП, `loan_rate` – ставка за новими кредитами нефінансовим організаціям, `depo_rate` – середньозважена ставка за новими депозитами, а також `depo_diff` – різниця між ставками по гривневим та валютним депозитам, що відображає валютний ризик. Джерелом всіх даних є статистика Національного банку.

Для побудови моделі було використано щомісячні дані з січня 2016 року до лютого 2023 року по обліковій ставці, середньозваженій ставці доходності

ОВДП, середніх ставках на нові кредити та депозити, а також різниці між ставками гривневих та валютних депозитів. Оскільки режим інфляційного таргетування запрацював в 2015 року, ефект зміни облікової ставки почав впливати на інші ставки на фінансовому ринку шляхом трансмісійного механізму вже з 2016 року. До цього ставки корелювали досить слабо. Першим кроком у визначенні специфікації моделі є перевірка часових рядів на стаціонарність. Всі часові ряди, крім ставки за новими депозитами є стаціонарними у перших різницях, а депозитна ставки – у других різницях. Таким чином для аналізу ставок на фінансовому ринку України та зокрема, доходності ОВДП, було обрано VAR специфікацію моделі. Вона є зручним інструментом для аналізу декількох змінних одночасно та особливо їхньої взаємодії. Так як змінні мають різні порядки інтеграції, використання VECM моделі є некоректним. З використанням тестів на визначення оптимальної кількості лагів та для зменшення шуму при аналізі функції імпульсних відгуків було вирішено використовувати 3 лаги у моделі. В процесі підбору специфікації за допомогою тесту Грейнджера було визначено, що всі змінні є ендогенними. На цьому етапі модель була перевірена на адекватність. Основним показником адекватності VAR моделі є те, що залишки є білим шумом. Для цього були сформовані залишки моделі та перевірені на стаціонарність у рівнях. Згідно з тестом, залишки є білим шумом. Також важливо перевірити чи є в залишках серійна автокореляція. Для цього було проведено тест на автокореляцію у залишках, який показав, що явних слідів автокореляції немає. Тест на нормальність розподілу залишків виявив, що розподіл не є нормальним. Проте такий результат був досить очікуваним, адже при роботі з досить малою вибіркою, як це зазвичай відбувається з українськими даними, нормального розподілу зазвичай не буває. Тож такий результат суттєво не вплине на подальшу роботу з моделлю.

Основним результатом моделі VAR є не оцінені коефіцієнти, а показники їхньої взаємодії – імпульсні функції відгуків та декомпозиції дисперсій. Спершу проаналізуємо імпульсні функції відгуків (рис. 1). На рисунку видно, що ставки доходності ОВДП зростають у відповідь на зростання облікової ставки у другому періоді. Після цього зміна доходності облігацій волатильна, тобто основна реакція на зростання облікової ставки проявляється саме у другому періоді. Загалом динаміка ставки ОВДП стабілізується вже через рік. Зміну ставки за облігаціями у відповідь на ставки комерційних банків досліджувати не зовсім коректно, адже ставки ОВДП першими мають реагувати на зміну облікової ставки, і вже цей ефект переноситься далі на комерційні ставки. Тобто ринок державних облігацій є другою ланкою трансмісійного механізму.

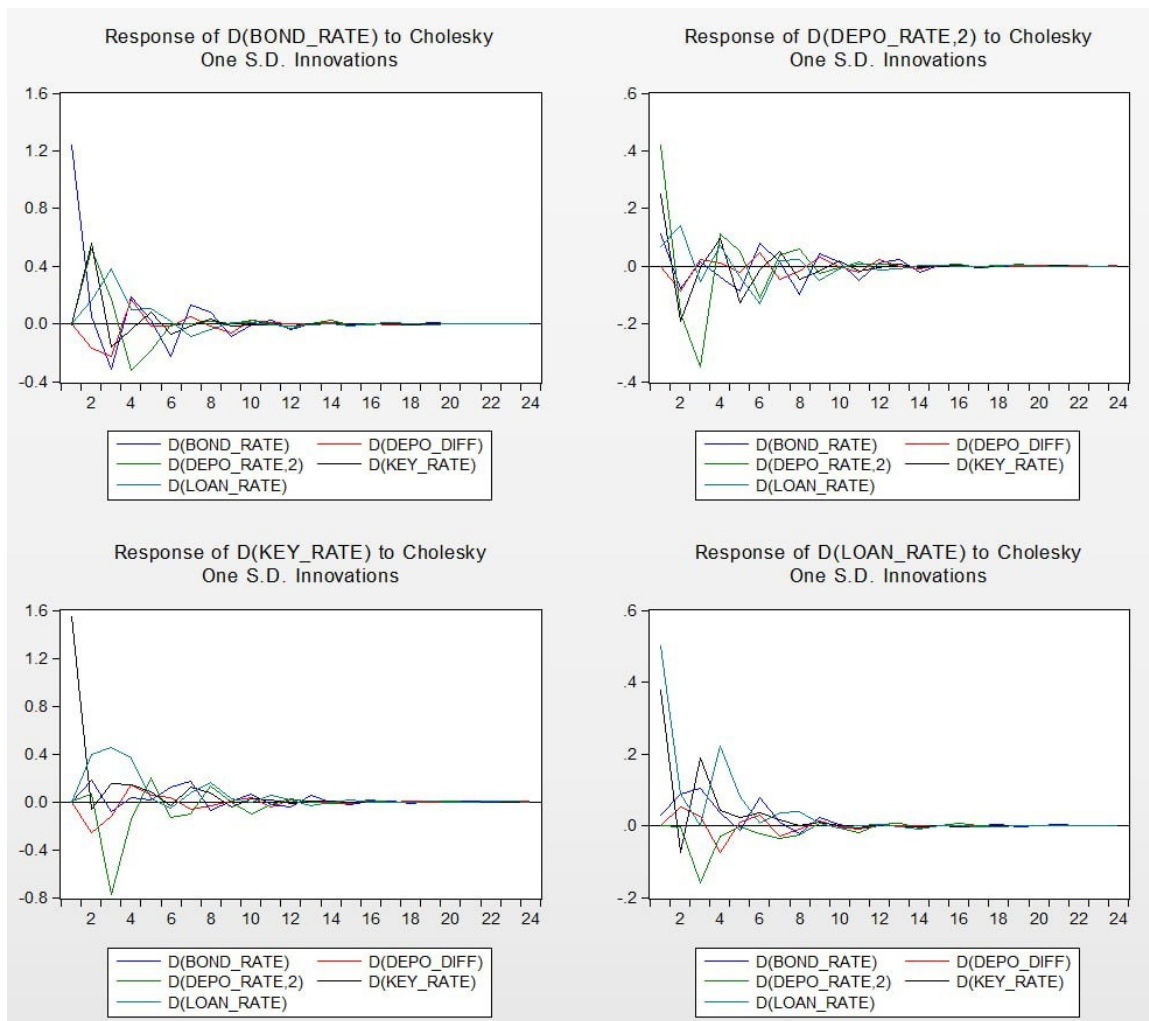


Рис. 1 Функції імпульсних відгуків

Джерело: складено автором на основі результатів, отриманих у EViews 12

Позначення змінних у моделі такі: D(BOND_RATE) – зміна середньозваженої доходності за облігаціями, розміщеними на первинному ринку, D(DEPO_RATE,2) – зміна у зростанні середньої ставки на нові депозити, D(DEPO_DIFF) – зміна різниці між ставками по гривневих та валютних депозитах, D(KEY_RATE) – зростання облікової ставки, D(LOAN_RATE) – зростання середньої ставки на нові кредити нефінансовим організаціям.

Ставки за кредитами реагують на зміну облікової ставки через місяць, щоправда у другому періоду кредитні ставки дещо знижуються, але вже в третьому періоду – за місяць після підвищення доходності ОВДП – знову зростають. Для зміни процентної політики комерційні банки мають пройти процес прийняття управлінських рішень, що займає певний час. Однак зростання ставок на кредити вже через місяць після підвищення облікової ставки свідчить про швидку реакцію банків. Процентна ставка за депозитами змінюється вже у відповідь на зміну ставки по кредитах. Внаслідок наявної ліквідності у банківському секторі, комерційні банки не вимушені одразу

залучати нове фінансування для кредитування або купівлі облігацій. Таким чином повний ефект від зміни облікової ставки переноситься на депозитні ставки приблизно через півроку. Далі в рамках трансмісійного механізму вищі ставки стримують інфляцію. Проте у цій моделі реакцію інфляції не було розглянуто, адже фокусом дослідження є вартість боргу або дохідність облігацій.

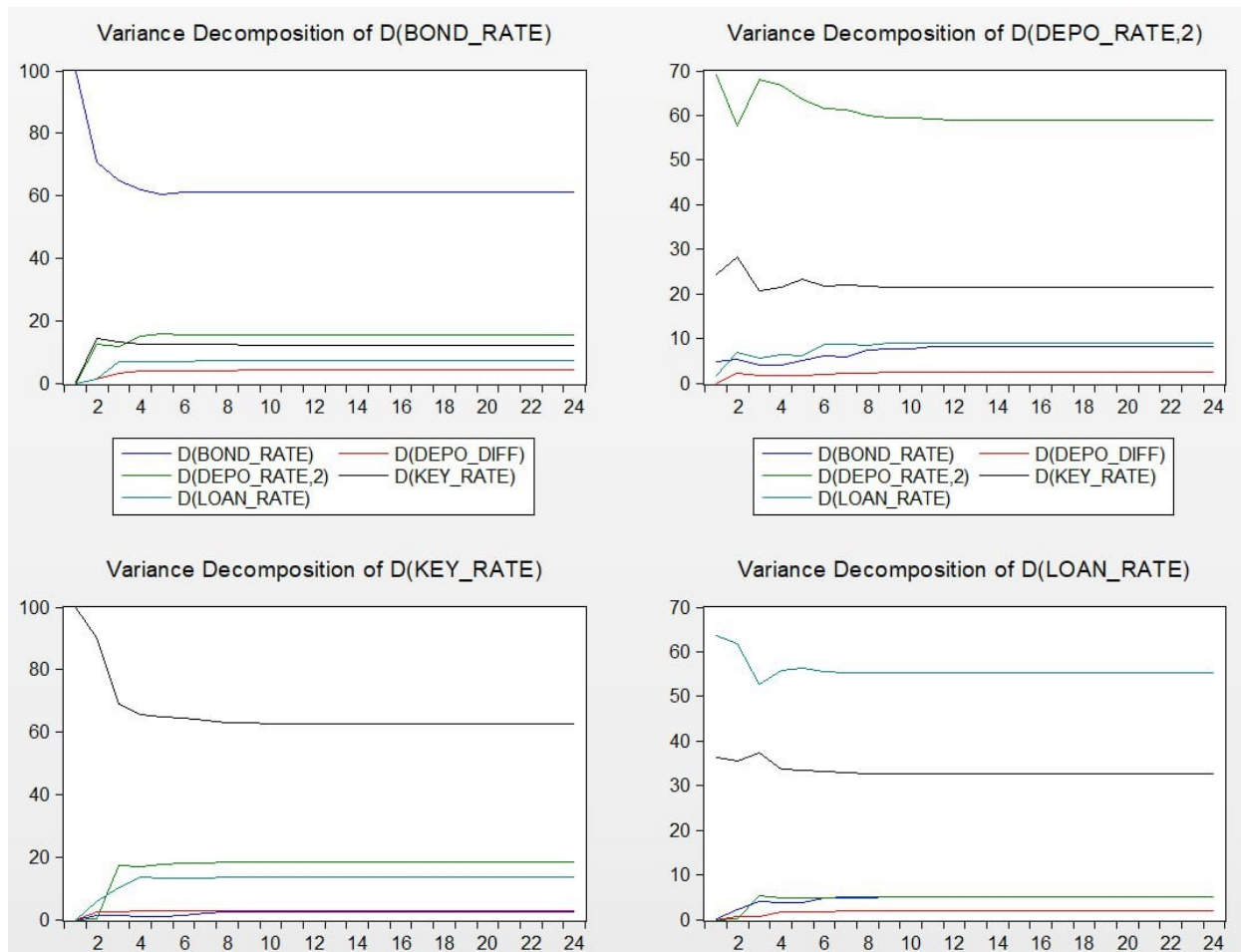


Рис. 2. Декомпозиції дисперсій ринкових ставок

Джерело: складено автором на основі результатів, отриманих у EViews 12

Далі був проведений аналіз декомпозиції дисперсій Чолеського. Послідовність змінних буда така: облікова ставка, ставка за ОВДП, кредитна ставка, ставка за новими депозитами, валютний ризик. З декомпозиції ставки за облігаціями можна побачити, що вона є досить незалежною, та все ж за два роки розглянуті тут чинники мають вплив на 40% від її зміни. Найбільший вплив спершу чинить зміна облікової ставки, далі до вагомих чинників впливу додається зміна у зростанні ставок на депозити. Насправді ставки на депозити в теорії не мають впливу на дохідність ОВДП, адже серед ланок трансмісійного механізму вони знаходяться далі, ніж ставки по облігаціях. Проте такий результат може свідчити, що ці ставки мають схожу динаміку.

Близько 10% впливу на зміну доходності ОВДП складає ставка за кредитами, що узгоджується з результатом аналізу функції імпульсних відгуків, проте суперечить теорії, адже зміна ставки за кредитами також має бути похідною від зміни ставок по облігаціях. Це свідчить про те, що зростання доходності ОВДП відбувається приблизно з таким же лагом як і зростання ставок по кредитах. Зміна ставки за кредитами більше залежить від зміни облікової ставки (на третину), аніж від зміни ставок ОВДП (на 5%). Таким чином ринок капіталу не цілком ефективно відіграє свою роль у трансмісійному механізмі внаслідок того, що уряд намагається уникати високих витрат на обслуговування боргу, а також внаслідок наявності більш привабливого інструмента для комерційних банків – депозитних сертифікатів НБУ. Тож для підвищення ефективності ланки ринку капіталу варто приводити політику боргового фінансування до більш ринкової та швидше реагувати на зміну облікової ставки. В умовах надлишкової ліквідності комерційні банки досить слабо конкурують за клієнта, тому реакція на зміну ключової ставки та доходності ОВДП повільна та слабка. Зокрема ставки за кредитами показали адекватну реакцію на зміну облікової ставки у червні 2022 року з лагом у рік. При цьому ставка на кредити чинить слабший вплив (близько 10%) на депозитну ставку, ніж зміна облікової ставки (близько 20%).

Перенесення шоку від змін фінансових умов майже повністю втілюється через 10-12 місяців. Загалом аналіз показує такий механізм взаємодії: при зростанні облікової ставки уряд одразу підвищує доходність ОВДП, проте потім ця доходність може тимчасово знизитись для залучення більш дешевих ресурсів у бюджет, поки ринкові ставки не відреагували на зміну облікової ставки, та інвестори готові вкладати кошти під поточні проценти. Проте вже через один-два квартали процентні ставки на фінансовому ринку, зокрема і доходність ОВДП, зростають у відповідь на зростання облікової ставки. Аналіз показує, що ринок капіталу як елемент трансмісійного механізму не є цілком ефективним, адже емітент облігацій прагне знизити боргове навантаження тож не одразу повністю переносить ефект від зміни облікової ставки у доходність цінних паперів. При цьому ставки по кредитах слабо реагують на зміну ставок ОВДП. На ринку наявний такий інструмент як депозитні сертифікати, доходність яких більше прив'язана до облікової ставки, тож є ймовірність, що саме вони більше сприяють зростанню ставок комерційних банків, аніж державні облігації. Отже, для підвищення привабливості ОВДП варто сильніше прив'язати їхню доходність до облікової ставки.

Наступним кроком аналізу є побудова прогнозу на найближчі періоди. З огляду на те, що на момент проведення дослідження дані по ставкам за новими

кредитами та депозитами за квітень 2023 року відсутні, прогноз був побудований з квітня по червень поточного року.

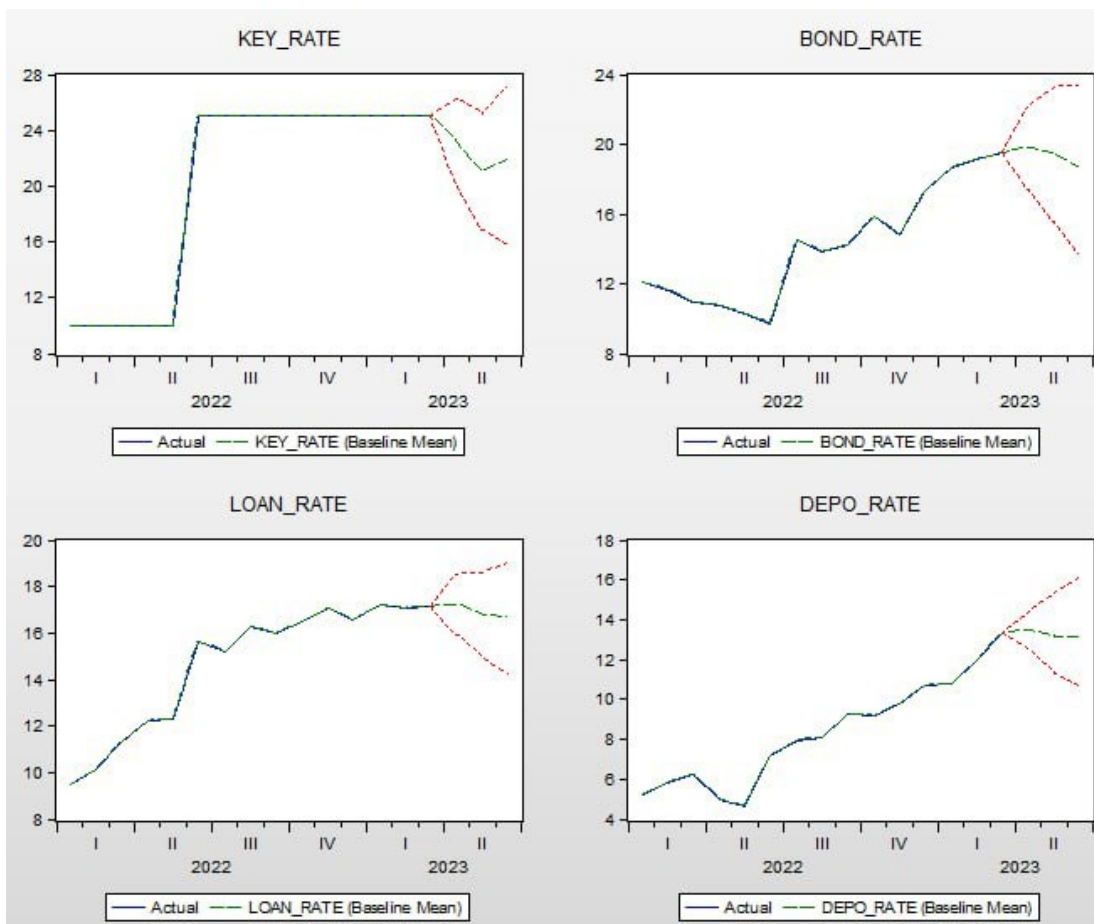


Рис. 3. Прогноз доходності ОВДП, банківських ставок та облікової ставки на перше півріччя 2023 року

Джерело: складено автором на основі результатів, отриманих у EViews 12

Модель сигналізує про можливість поступово знижувати облікову ставку вже з квітня 2023 року, а зі зниженням облікової ставки прогнозується зниження доходності ОВДП у травні, а також більш помірне зниження ставок комерційних банків. В реальності облікова ставка на найближчі місяці прогнозується на поточному рівні 25%, згідно з квітневим інфляційним звітом НБУ [3], зокрема з метою підтримання ефектів від попередніх заходів із посилення привабливості гривневих активів. Тож враховуючи реальні тенденції та дії НБУ, а також результати моделювання, в четвертому кварталі 2023 року варто очікувати поступове зниження облікової ставки, а за нею і інших ставок на ринку, зокрема і ставок ОВДП. До цього дохідність державних облігацій ймовірно коливатиметься на поточному рівні 19-20%.

Висновки. В даному дослідженні були проаналізовані такі елементи українського фінансового ринку, як облікова ставка, ставка за новими кредитами, ставка за ОВДП, валютний ризик та ставка за новими депозитами. В

результаті було виявлено, що доходність облігацій досить слабо реагує на зміну облікової ставки, а ставки на кредити майже не залежать від зміни доходності ОВДП. Така тенденція свідчить про недостатню прив'язку доходності ОВДП до облікової ставки, що призводить до більшого лагу при зміні ставок ОВДП. Облікова ставка чинить помірний вплив на депозитні ставки, які надалі в рамках трансмісійного механізму стримують інфляцію. Результати моделі, а саме слабкий вплив ставки ОВДП на кредитні ставки, узгоджуються з фактом, що банківська система перебуває в стані надлишкової ліквідності. Якщо НБУ прагне до підвищення ефективності трансмісійного механізму, важливо абсорбувати цю ліквідність, а також сприяти створенню повноцінного ринку з надійними позичальниками, на якому банки будуть конкурувати за клієнта. Необхідним елементом для створення такого ринку є захист прав кредиторів, забезпечення якого має бути покращено шляхом роботи законодавчої влади та судової системи. Ще у 2020 році НБУ і МВФ розпочали дискусію про необхідну інфраструктуру для захисту прав кредиторів – основними ідеями залишаються створення окремої судової інституції або судової палати [4]. Проте ці ідеї поки що не втілені у реальність. Також важливо робити ОВДП більш доступними для бізнесу та населення. Цей процес вимагає часу, адже бажання фінансувати державу виходить не тільки з рівня доходності облігацій, а й з рівня довіри до уряду. Проте з огляду на те, що доходність ОВДП вища, ніж депозитів, цей інструмент міг би стати досить конкурентним на роздрібному фінансовому ринку. Також модель вказує на те, що процентні ставки на ринку вже могли б знижуватися, проте за наявності інформації, що Національний банк не планує знижувати облікову ставку до четвертого кварталу 2023 року, варто очікувати цього саме в цей період. Одразу після зниження облікової ставки знизяться також ставки доходності за ОВДП на первинному ринку, а надалі, більш помірно, і ставки комерційних банків.

Список використаних джерел

1. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.
2. Лук'яненко, І., Віт, Д., Оліскевич, М. (2020). Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій.
3. Інфляційний звіт. Національний банк України. Квітень 2023 року.
4. Захист прав кредиторів: Шевченко пояснив, чому треба створювати окремий судовий орган. Економічна правда. Грудень 2020. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2020/12/28/669603/>.

ВПЛИВ ПОЛІТИЧНИХ ШОКІВ НА ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ

Посилення процесів глобалізації світової економіки та фінансової системи призвело до зростання чутливості національних економік до подій на зовнішніх ринках. Це особливо актуально для країн з ринками, що формуються, малих відкритих економік і сировинних експортерів. Таким чином, сприйнятливість національної економіки до екзогенних шоків з боку зовнішнього сектора характерна і для України.

Необхідність аналізу зовнішнього впливу на національні економіки визначається тим, що механізми сучасних глобальних фінансових ринків обумовлюють періодичне генерування зовнішніх шоків, що призводять до поширення фінансових та банківських криз в різних країнах. Тому теоретичне та прикладне вивчення фінансової нестабільності, зовнішніх шоків, фінансових і банківських криз набувають виключного значення для прогнозування і регулювання умов стабільності фінансових систем та економіки.

Теоретично економіка може бути неполітичною. Ідеальний економіст повинен ігнорувати будь-яку політичну упередженість, щоб надавати нейтральну, неупереджену інформацію та рекомендації щодо покращення економічних показників країни. Обрані політики могли б потім зважити цю економічну інформацію та прийняти рішення. На практиці існує тісний зв'язок між економікою та політикою, оскільки ефективність економіки є одним із ключових полів політичних битв. Багато економічних питань за своєю суттю є політичними, тому що вони піддаються зовнішнім впливам.

Поступові політичні зміни, що є цілковитою нормою, так само поступово змінюють економічний стан чи то країни, чи то світу в цілому. Передбачаючи такі зміни, фінансисти маніпулюють на біржах, а політики розраховують політично-економічний вектор розвитку. Що ж відбувається, коли політичний стан суспільства має різкішу зміну, аніж того очікують підприємці та представники влади?

Непередбачувану або різку зміну політичного вектора називають політичним шоком. Вони бувають різні: зміни в керівництві уряду, зміни в політичній ідеології або несподівані події, як-от: стихійні лиха чи пандемії, - можуть мати значний вплив на фіскальну та монетарну політики, адже можуть впливати на економічне середовище та створювати невизначеність, яка впливає

на рішення, прийняті політиками. Отже, розглянемо наслідки для фінансової системи від таких шоків.

Засобами монетарної політики центральний банк держави керує вартістю грошей та їх пропозицією в економіці. Основними макроекономічними цілями політики є досягнення стабільності цін, економічного зростання та підвищення рівня зайнятості населення.

Політичні шоки великою мірою впливають на незалежність центральних банків держав. Адже уряди починають втручатись в рішення центральних банків. Це призводить до втрати довіри населення як до банків, так і до урядів, як і до втрати впевненості в компетентності банків стосовно інших питань - контролю інфляції, наприклад. Також політичні шоки викликають невизначеність та навіть істерію в суспільстві. Це сильно знижує ефективність заходів, що впроваджує центральний банк для мінімізації наслідків шоку. Також в ситуації невизначеності складно прогнозувати реакцію ринків на зміни в політичних та економічних сферах. Внаслідок політичного шоку зазвичай знижується рівень економічної активності, і центральний банк в такій ситуації намагається стимулювати кредити шляхом зниження процентних ставок. Центральний банк також може і підвищити процентні ставки, якщо шок навпаки викликав зростання темпів інфляції.

Політичний шок може бути таким сильним, що навіть призведе до раптового знецінення національної валюти. В такому випадку центральному банку доведеться втручатись у діяльність валютних ринків та встановлювати курс валюти на штучному рівні. Загалом ефективність інструментів монетарної політики у корегуванні наслідків політичних шоків не можна об'єктивно оцінити, адже вона значною мірою залежить від характеру політичного шоку та багатьох фінансових та економічних факторів.

Фіскальна політика впливає на економіку шляхом регулювання державних видатків та доходів. Політичний шок може значно вплинути на обсяги соціальних видатків чи, наприклад, інвестицій в певні галузі інфраструктури. Після шоку можуть бути також необхідні додаткові видатки, як надання допомоги незахищеним верствам населення чи витрати на реконструкцію пошкодженого майна. Шоки також можуть призвести до змін в платіжному балансі.

Політичні шоки, звісно, ускладнюють здійснення заходів фіскальної політики. При виникненні політичної поляризації чи просто відсутності консенсусу серед державців реалізація певних заходів ускладнюється та сповільнюється. У рідкісних випадках шоки створюють можливості для впровадження інноваційних заходів, але в інших - серйозні політичні проблеми.

У поляризованому політичному середовищі держави зазвичай легше впроваджувати заходи монетарної політики, аніж фіскальної. Остання здійснюється незалежними органами, тому вони можуть приймати політично непопулярні рішення, такі як підвищення процентних ставок, щоб зменшити інфляційний тиск. Коли уряди встановлювали процентні ставки, це було дуже важким політичним рішенням. Уряди часто відчували спокусу знизити процентні ставки перед виборами (варто згадати про політичні бізнес-цикли).

Фіскальна політика передбачає в тому числі і дефляційну політику, що передбачає скорочення витрат. Але важко знайти прошарок, який бажав би скоротити свої витрати, щоб допомогти макроекономіці. Скорочення витрат, як правило, дуже непопулярне з політичного погляду. Підвищення податків, як і скорочення витрат, буде непопулярним незалежно від того, який би податок не обрав уряд (саме тому перед виборами політики ніколи не підвищують податки). Підвищення податку на прибуток корпорацій також може мати побічні ефекти щодо пропозиції, наприклад, збільшення податку на прибуток може зменшити стимули до роботи і спонукати багатих виїхати за кордон.

Експансіоністська фіскальна політика також не позбавлена труднощів. Зниження податків для підвищення сукупного попиту буде політично популярним, але тоді уряду стає важко повернути вищий рівень податків, коли інфляція починає рости.

Проте і з монетарною політикою також не скрізь легко. До прикладу, зміна процентних ставок впливає на обмінний курс і, отже, на експортерів. Вищі ставки шкодять позичальникам, але приносять користь тим, хто заощаджує.

Фіскальна політика також може бути обмежена бюджетним дефіцитом. Наприклад, під час рецесії може виникнути потреба в експансіоністській фіскальній політиці, але це спричинить збільшення кредитів, що може виявитись нежиттєздатним.

Складно виділити «найвідоміший» політичний шок, оскільки кожен випадок є унікальним, а ті чи інші заходи, що застосовувалися для його подолання є винятковим, це пояснюється тим, що вплив політичних шоків кардинально змінюється залежно від контексту, часу та конкретної політики, що реалізується. Проте існує декілька прикладів, що мали особливо рушійний вплив на ринки та економіку загалом.

Одним з таких є так званий «Шок Уолкера», який має історичне значення в розвитку міжнародної політичної економії. Уолеерівський шок спровокував початок підйому Федеральної резервної системи Сполучених Штатів Америки як світового монетарного органу таким чином, що внутрішній процес процес

формування автономної монетарної політики став новим способом управління монетарними та фінансовими справами. Полягав він у запровадженні Полом Уолкером (тодішнім головою Федерального резерву США) серії заходів грошово-кредитної політики наприкінці 1970-х і на початку 1980-х років з метою боротьби з високою інфляцією.

Пол Уолкер був прибічником думки, що інфляція є загрозою для стабільності економіки та вартості національної валюти Сполучених Штатів Америки, а оскільки на той час країна зіштовхнулася з високими темпами інфляції, що частково були спровоковані нафтовою кризою, голова Федеральної резервної системи визначив боротьбу з купівельною спроможністю грошової одиниці однією з головних цілей своєї діяльності.

Підвищення процентних ставок стало одним з найбільш рушійних заходів. Уолкер підвищив федеральну ставку, тобто відсоткову ставку, яку банки стягують один одному за позики овернайт, приблизно з 10% наприкінці 1978 року до піку в 20% у середині 1981 року. Це рішення мало доволі дуальний характер, оскільки саме воно інспірувало різкий економічний спад на початку 1980-х років, проте водночас ті ж високі процентні ставки допомогли знизити інфляцію та стабілізувати економіку в довгостроковій перспективі.

У той час шок Волкера викликав суперечки, оскільки багато людей вважали, що високі відсоткові ставки шкодять бізнесу та призводять до втрати робочих місць. Проте тепер визнано, що це була важлива зміна політики, яка хоч і мала значні негативні наслідки одразу після її введення, проте чудово спрацювала в довгостроковій перспективі.

Переходячи до питання досвіду України, неможливо не згадати зовсім недавні події, а саме повномасштабне вторгнення росії на територію України 24 лютого 2022 року. Це спровокувало необхідність зміни політичного вектору України, адже повномасштабна війна мала неймовірно значний вплив економіку країни, на фіскальну та монетарну політики, зокрема.

Окупація територій України, знищення складів, нафтосховищ та важливої інфраструктури, інфляція, логістичні проблеми та щоденні витрати з державного бюджету на ведення війни спричинили зростання рівня цін. Велика кількість продуктів досягла свого історичного цінового максимуму. Згідно з дослідженнями Продовольчої та сільськогосподарської організація ООН (ФАО) відомо, що індекс цін на продовольство з лютого по березень зріс на рекордні 12,6%. Зростання загального рівня цін викликало зниження реальної вартості активів з фіксованою грошовою вартістю. З початку 2022 року угоди на вторинному ринку сигналізували про зростання дохідності ОВДП насамперед через підвищення ризиків російського вторгнення. Проте від початку

вторгнення надійних індикаторів ринкової дохідності за ОВДП немає. З кінця лютого НКЦПФР призупинила роботу вторинного ринку цінних паперів. Дозволена торгівля лише “військовими облігаціями”, але і вони перепродаються за номінальною дохідністю первинного розміщення. Ставки за облігаціями на первинному ринку знизилися та впритул наблизилися до облікової ставки, що на той момент становила 10%. Середньоденний обсяг угод на вторинному ринку в травні скоротився майже у сім разів порівняно із січнем.

Також з початком повномасштабного вторгнення в Україні помітно збільшився попит на гроші не тільки за рахунок підвищення рівня цін, але з ціллю зберегти свої накопичення (усі ми пам’ятаємо кілометрові черги до банкоматів). Результатом стало підвищення облікової ставки з 10% до 25% 3 червня 2022 року, як пояснили – для того, щоб стримати інфляцію, запобігти девальвації та прибрати дисбаланси в економіці.

Усе це стало причиною початку роздумів над кардинальною зміною ведення фінансової політики в Україні. Уже зараз активно точаться дискусії щодо податкових реформ, задля порятунку української економіки, проте на даний момент існує забагато протиріч для остаточного рішення.

Отже, глобалізація посилила вплив політичних шоків на економіку. Такі зміни викликають потребу в особливій реакції фінансових інституцій, що проявляється в монетарній та фіскальній політиці. Не існує універсального рішення, тому всі способи підлаштування системи під політичні зміни мають і позитивні, і негативні сторони. Для зниження стресовості в пристосовані економічної системи до політичних шоків економісти використовують інструменти і фіскальної, і монетарної політики.

Список використаних джерел

1. Національний банк України. Інфляційний звіт, жовтень 2022 року. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-jovten-2022-roku>
2. Облікова ставка Національного банку. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
3. Monetary Policy and Politics - Economics Help. Economics Help. URL: <https://www.economicshelp.org/blog/963/economics/monetary-policy-and-politics/>
4. Political shocks reorient markets. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e2.htm>
5. The relationship between economics and politics - Economics Help. Economics Help. URL: <https://www.economicshelp.org/blog/11298/concepts/the-relationship-between-economics-and-politics/>
6. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.

ОСОБЛИВОСТІ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ В УМОВАХ ВІЙСЬКОВОГО ЧАСУ

Військовий час в Україні може суттєво впливати на монетарну трансмісію – механізм передачі імпульсу від зміни інструментів грошово-кредитної політики до реальної економіки та інфляції. Особливості монетарної трансмісії в умовах військових дій в Україні можуть включати наступні фактори ризику (рис.1):

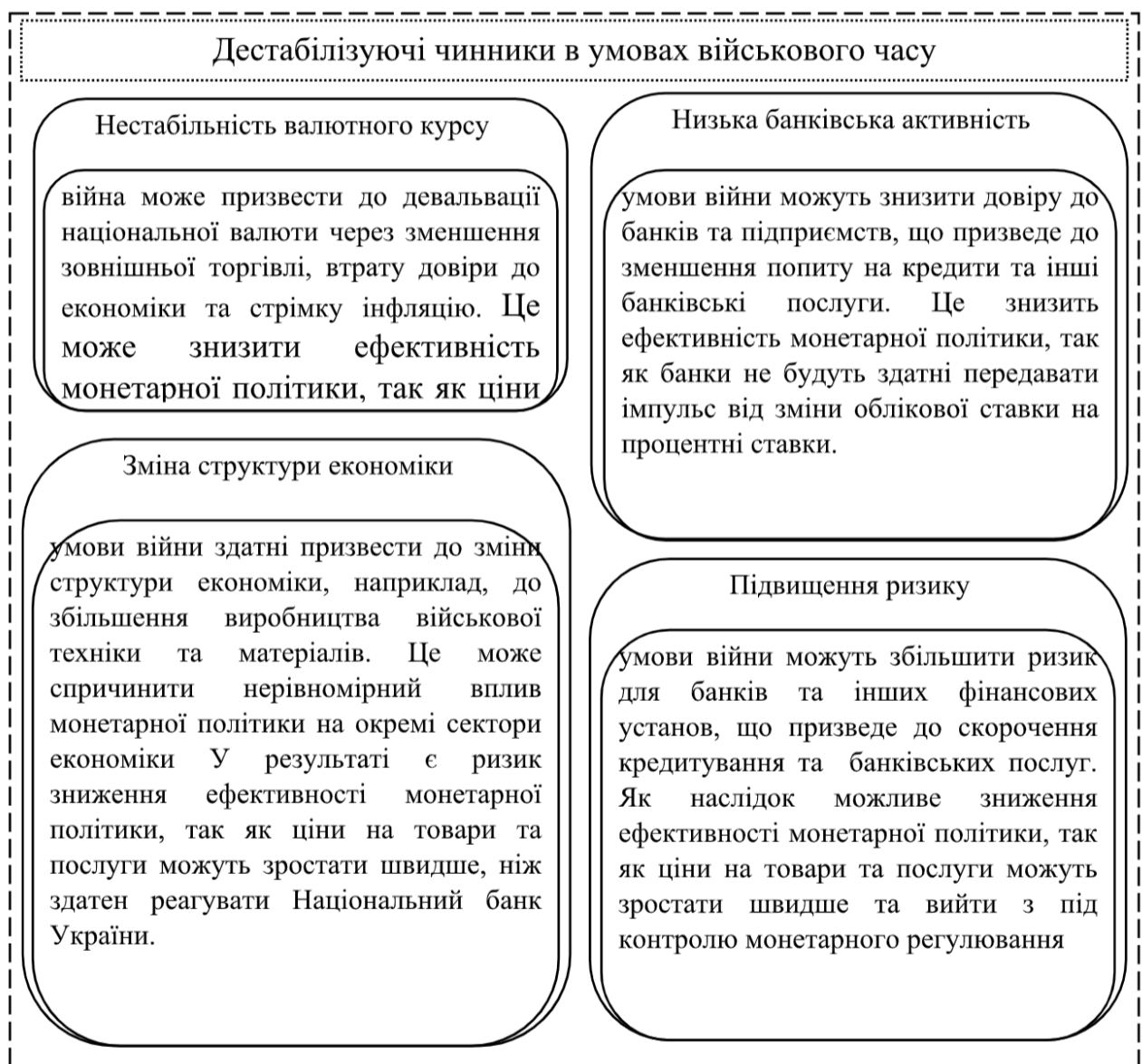


Рис. 1 Дестабілізуючі чинники проведення монетарної політики в умовах
військового часу

Джерело: розроблено автором на основі [1; 2]

Умови військового часу в Україні можуть суттєво впливати також і на канал інфляційних очікувань. Інфляційні очікування – це очікування громадян, бізнесу та інших економічних учасників щодо майбутніх змін рівня цін. Військова агресія росії проти України може призвести до нестабільності в економіці, зниження довіри до валюти та банків, а також до збільшення ризику, що, як результат, погіршуватиме інфляційні очікування на тлі панічних настроїв економічних агентів. Коли населення очікує, що ціни будуть зростати найближчим часом, реакцією буде збільшення власних витрат зараз, щоб уникнути інфляційних ризиків у майбутньому купуючи товари та послуги дорожче [2]. Таким чином, підвищені інфляційні очікування посилюють інфляційний тиск в економіці. Як наслідок, ефективність монетарної політики Національному банку України та контроль за рівнем інфляції ускладнюється в умовах військових дій.

Для всебічного аналізу інфляційних очікувань в Україні на різних етапах їх закорення в рамках посилення дії трансмісійного механізму та зниження негативних наслідків від економічних шоків, було проведено оцінку трьох Марківських моделей з перемиканням режимів на різних часових проміжках [3; 5]. Перша модель включала дані за період з 2013 р. по 2019 рік, який характеризується переходом до нового монетарного режиму, становленням прогнозного циклу, донесенням інформації про нову політику Національного банку України до населення, підприємств, банків, фінансових аналітиків та публікацією перших інфляційних звітів. Друга модель охоплює період до 2020 року, що характеризується відносною макроекономічною стабільністю та враховує результативність нового інструменту комунікації – оприлюднення «Підсумків дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки» (впроваджено в 2018 р.) [4; 2]. Третя модель охоплює період з 2013 р. по 2022 р. та враховує всю наявну статистичну інформацію щодо інфляційних очікувань. Такий підхід дозволяє отримати комплексну оцінку динаміки інфляційних очікувань на різних етапах їх розвитку.

Три Марківські авторегресійні моделі зі зміною режимів, що були розроблені, відображають залежність інфляційних очікувань від попередніх значень, індексу споживчих цін, облікової ставки та індексу реальної заробітної плати.

Нижче подано загальний вигляд рівнянь розроблених моделей (Таблиця 1).

Таблиця 1. Специфікація Марківських моделей з перемиканням режимів для різних часових проміжків

Вибірка	Специфікація
	$Infl_exp_t =$
Січень 2013-листопад 2019 р.	$f_1(Infl_exp_{t-1}; Inflation; D(KPR_{t-2}); D(IRW_{t-2}))$
Січень 2013-серпень 2020 р.	$f_2(Infl_exp_{t-1}; D(Inflation_t); D(KPR_{t-1}); D(IRW_{t-1}))$
Січень 2013-грудень 2022 р.	$f_3(Infl_exp_{t-1}; Inflation_{t-1}; KPR_{t-6}; IRW_{t-1})$

Джерело: розроблено автором

де $Infl_exp_t$ – інфляційні очікування на наступні 12 місяців, у %; $Inflation_t$ – індекс споживчих цін відповідно до місяця попереднього року, у %; KPR_t – облікова ставка, у п. п.; IRW_t – індекс реальної заробітної плати; D – перші різниці.

Щоб монетарна політика була ефективною, необхідний дієвий трансмісійний механізм. Важливим результатом, отриманим у ході моделювання інфляційних очікувань на різних вибірках, є оцінювання сили впливу монетарної політики на очікування щодо майбутніх темпів зростання цін. На рисунку 2 порівнюється вплив облікової ставки як основного інструменту монетарної політики на інфляційні очікування за різних режимів їх волатильності.

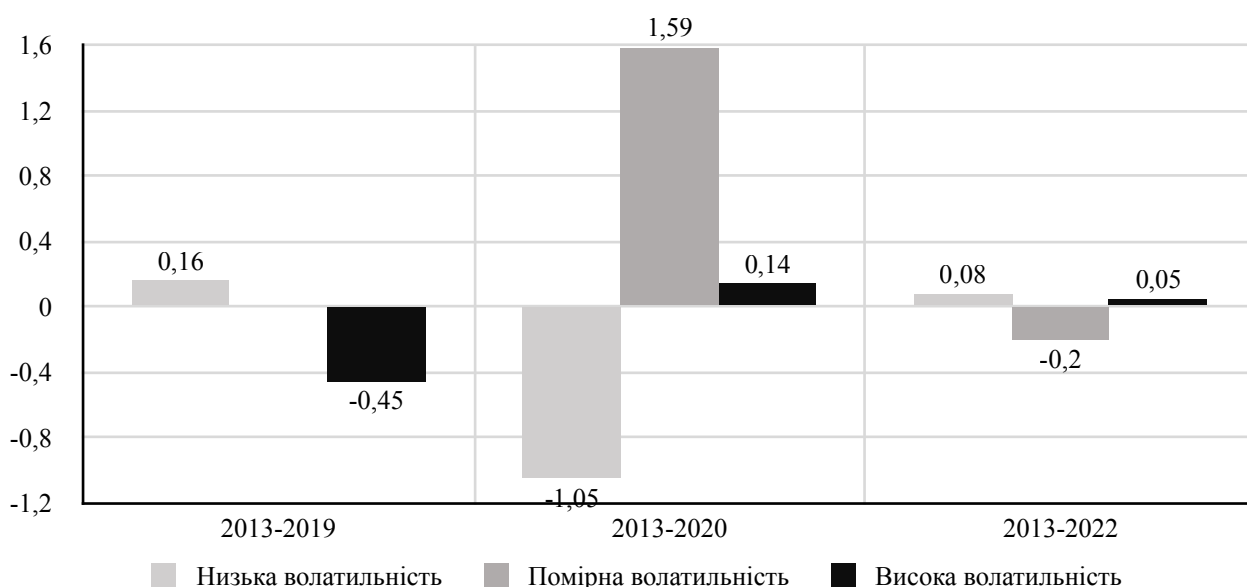


Рис. 2. Порівняння ефективності впливу облікової ставки на інфляційні очікування на основі оцінок рівнянь Марківських моделей за різних режимів волатильності

Джерело: розроблено автором

Важливим відкриттям є те, що в умовах помірної волатильності облікова ставка має сильніший вплив на інфляційні очікування. Отже, можна зробити припущення про те, що помірна волатильність є більш бажаним явищем, ніж стрімкі або незначні коливання. У зв'язку з цим, однією з основних задач центрального банку повинно бути підтримання стабільної волатильності на середньому рівні, уникаючи як стрімких неконтрольованих змін, викликаних тимчасовою дестабілізацією економічної системи, так і низьких коливань, оскільки зменшення сили передачі імпульсу від облікової ставки на реальний сектор та інфляцію призводить до недостатньої ефективності монетарної політики.

Список використаних джерел

1. Міщенко В. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. Міщенко, А. Сомик, Р. Лисенко // К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ. – 2010. – 96 с.
2. Офіційний сайт Національного банку України. Режим доступу: <https://bank.gov.ua>
3. Hamilton J. Analysis of Time Series Subject to Changes in Regime / J. Hamilton // Journal of Econometrics. – No. 45. – 1990. – pp. 39-70.
4. Lukianenko I. Inflation Expectations Investigation Using Markov Regime-Switching Autoregression / I. Lukianenko, M. Nasachenko, T. Tokarchuk // Montenegrin Journal of Economics. – Vol. 18, No. 1. – 2021. – pp. 19-29.
5. Oliskevych M. “European unemployment nonlinear dynamics over the business cycles: Markov switching approach” / M. Oliskevych, I. Lukianenko // Global Business and Economics Review. – Vol. 22, No. 4. – 2020. – pp. 375-401.
6. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.
7. Лук'яненко, І., Віт, Д., Оліскевич, М. (2020). Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій.

Орловська О. С.

Студентка магістерської програми 2 р. н., НаУКМА

Лук'яненко І. Г.

Доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, НаУКМА

ПРИЧИНИ ТА НАСЛІДКИ ФІНАНСОВОЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ

Фінансова доларизація характеризується зростанням частки депозитів, позик і платежів, здійснених в іноземній валюті, що може мати наслідки для фінансової стабільності, монетарної політики та управління обмінним курсом. В літературі з-поміж різних методів оцінки фінансової доларизації найчастіше виділяють валютну структуру банківських депозитів та банківських кредитів. Саме ці показники піддаються найкращій оцінці рівня доларизації через ускладнення контролю за валютою в готівковому обігу.

В Україні, як країні, що розвивається, та з періодами монетарної нестабільності, рівень доларизації історично залишався високим (близько 45%). З переходом на плаваючий режим валютного курсу, доларизація в Україні стрімко зросла, проте протягом останніх 5 років внаслідок успішної політики інфляційного таргетування та управління очікуваннями економічних агентів рівень доларизації як депозитів, так і кредитів поступово знижувався. За оцінкою НБУ природний рівень доларизації в Україні оцінюється близько 18-22%, в той час як фактичне значення сягає близько 32% [1]. З початком повномасштабного вторгнення РФ в Україну в 2022 році показники доларизації почали знову зростати.

Серед причин фінансової доларизації західними та українськими вченими і практиками виділяються такі інституційні та монетарні чинники як довіра до центрального банку, регуляторної площини, розвиненість фінансового сектору, а також макроекономічна стабільність. Вищі інфляційні та девальваційні очікування спонукають населення хеджувати ризики і надавати перевагу іноземній валюті, а не гривні.

Метою даного дослідження є оцінка впливу монетарної політики та макроекономічної стабільності на рівень доларизації в Україні.

Для оцінювання впливу монетарних чинників на доларизацію було побудовано систему п'яти симульативних рівнянь основних економічних показників. Модель оцінено на 34 кварталних спостереженнях з 2014 року по 2 півріччя 2022 року. Прогноз розроблено на 4 квартали вперед.

Систему рівнянь наведено в таблиці 1.

Таблиця 1. Результати розрахунків за оціненою системою симультативних рівнянь

№	Специфікація рівнянь системи	Коефіцієнт детермінації
1	Рівняння індексу споживчих цін, %	
	$\text{CPI} = -4.15 - 0.82 \cdot \text{D}(\text{KEY_R}(-6)) + 92.6 \cdot \text{D}(\text{LOG}(\text{ER_MARKET}(-3))) + 1.85 \cdot \text{PCPI}(-1) + 0.2 \cdot \text{CPI}(-4)$	89,10% DW=1.9
2	Рівняння обмінного курсу, грн/дол	
	$\text{LOG}(\text{ER_MARKET}) = -0.52 - 0.013 \cdot \text{D}(\text{KEY_R}(-1)) \cdot \text{DUMMY1} - 0.0053 \cdot \text{D}(\text{KEY_R}(-1)) \cdot (1 - \text{DUMMY1}) + 0.89 \cdot \text{LOG}(\text{ER_MARKET}(-1)) + 0.075 \cdot \text{LOG}(\text{INR_RESERV}(-6)) + 0.145 \cdot \text{LOG}(\text{DEBT_TO_GDP})$	77,51% DW=2.04
3	Рівняння облікової ставки, %	
	$\text{KEY_R} = 2.26 + 0.76 \cdot \text{KEY_R}(-1) - 4.76 \cdot \text{D}(\text{GDP_GAP}(-1)) + 0.14 \cdot (\text{CPI} - \text{CPI_TARGET}) + 3.19 \cdot (\text{D}(\text{ER_MARKET}(-1))) \cdot \text{DUMMY2} + 1.06 \cdot (\text{D}(\text{ER_MARKET}(-1))) \cdot (1 - \text{DUMMY2}) - 1.09 \cdot \text{D}(\text{NR}(-2))$	88,72% DW=1.45
4	Рівняння депозитної доларизації	
	$\text{DD} = -2.77 + 0.66 \cdot \text{DD}(-1) + 0.14 \cdot \text{DLOG}(\text{ER_MARKET}) + 0.000404 \cdot \text{ER_MARKET_VOL}(-3) + 9.489\text{e-}05 \cdot \text{CPI_VOL}(-4) + 0.21 \cdot \text{LOG}(\text{CREDIT_TO_BUSINESS}) + 0.0035 \cdot \text{DEPOSIT_RATE_DIFFERENTIAL}(-4)$	91,59% DW=2.2
5	Рівняння кредитної доларизації	
	$\text{LD} = -0.12 + 0.56 \cdot \text{LD}(-1) + 0.69 \cdot \text{DD} + 0.067 \cdot \text{DLOG}(\text{ER_MARKET}) + 0.00054 \cdot \text{ER_MARKET_VOL}(-2) + 9.389\text{e-}05 \cdot \text{CPI_VOL}$	98,16% DW=1.34

Джерело: побудовано автором в програмному забезпеченні EViews 12

CPI – індекс споживчих цін до грудня попереднього року, %; ER_MARKET – обмінний курс гривні до долара США на валютному ринку, грн/дол; KEY_R – облікова ставка НБУ, %; DD – частка депозитів резидентів в іноземній валюті; LD – частка кредитів резидентів в іноземній валюті; PCPI – зважений на обсяги торгівлі індекс споживчих цін основних торговельних партнерів; INR_RESERV – міжнародні резерви, млн дол. США; DEBT_TO_GDP – відношення боргу до

реального ВВП; GDP_GAP – ВВП-розрив, розрахований з застосуванням фільтра Кальмана; CPI_TARGET – ціль по інфляції, %; NR – нейтральна реальна відсоткова ставка, %; CREDIT_TO_BUSINESS – кредити корпоративному сектору, млн грн; DEPOSIT_RATE_DIFFERENTIAL – різниця між ставками на депозити в гривні та валюті, %; DUMMY1, DUMMY2 – даммі-змінні, які позначають величину зміни облікової ставки та обмінного курсу відповідно, де 1 – зміна є більшою за середню по ряду, а 0 – меншою; ER_MARKET_VOL – волатильність обмінного курсу гривні до долара США; CPI_VOL – волатильність ІСЦ.

Волатильність ІСЦ та обмінного курсу розраховано з застосуванням підходу GARCH. Екзогенні змінні системи для прогнозних періодів розраховано з застосуванням ARIMA-моделей. Кожне рівняння системи протестовано на дотримання класичних припущень та оцінено на адекватність.

Прогноз основних економічних показників, отриманий на основі оціненої системи, представлено на рисунку 1. Аналізуючи отримані результати, слід зазначити, що фактичні значення інфляції та облікової ставки тяжіють до нижньої межі прогнозу. Згідно моделі, облікова ставка знаходиться на необхідно встановленому рівні і не потребуватиме підвищення у зв'язку з нижчою, ніж очікувалося інфляцією. В той же час можна побачити, що обмінний курс гривні до долара є переоціненим, що свідчить про наявність ірраціональності на валютному ринку і тому курс тяжіє до верхньої межі довірчого інтервалу і в 1 півріччі буде зростати у зв'язку з тим, що інфляція ще не досягла піку свого розвитку. Депозитна та кредитна доларизація також зростатимуть у зв'язку з вищими інфляційними та девальваційними очікуваннями. Саме таке стрімке повернення доларизації на високий рівень свідчить про актуальність проблеми доларизації банківського сектору України, що може вплинути на ефективність проведення монетарної політики.

Важливим висновком даного дослідження також є те, що в короткостроковому періоді на доларизацію впливає волатильність інфляції та обмінного курсу, поточний обмінний курс, але не впливає інфляція, даний висновок є співзвучним з результатами дослідження МВФ про політики дедоларизації фінансових систем [2].

В подальшому дану модель буде розширено з врахуванням впливу доларизації на фінансову систему.

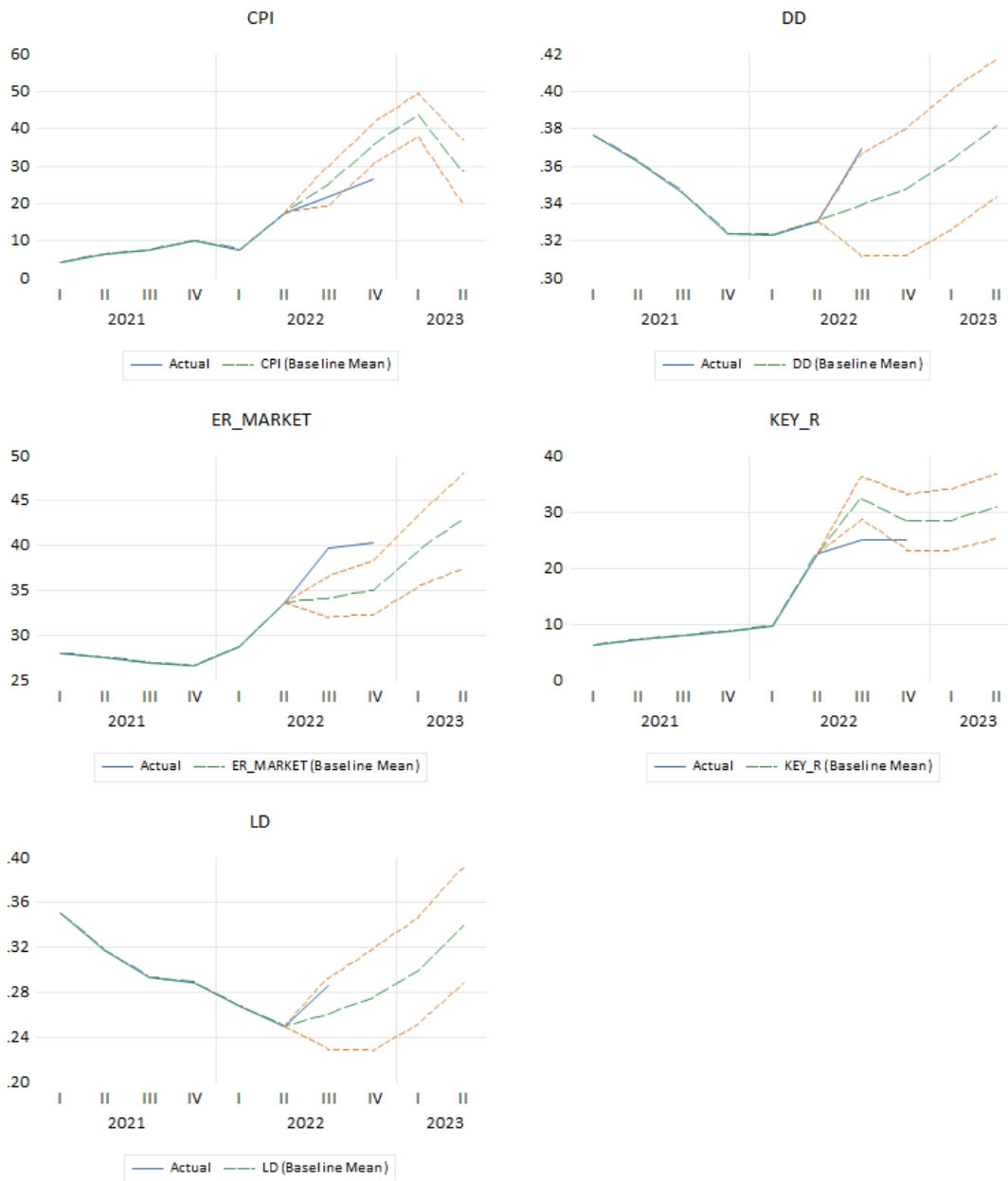


Рис. 1. Прогнозні значення системи симультативних рівнянь

Джерело: побудовано автором в програмному забезпеченні EViews 12

Отже, проблема фінансової доларизації залишається актуальною для України. Значна невизначеність щодо майбутнього, очікування населення щодо значного знецінення національної валюти, яке базується на попередньому досвіді, проінфляційні глобальні ризики у зв'язку з війною та зростанням цін на енергоресурси, вимагають від Національного банку проактивної політики реагування, запровадження валютних обмежень, створення та популяризацію привабливих пропозицій альтернативних інвестиційних гривневих інструментів.

Список використаних джерел

1. Khvedchuk, K., Sinichenko, V., Topf, B. (2019). Estimating a Natural Level of Financial Dollarization in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 247, 38-44. <https://doi.org/10.26531/vnbu2019.247.03>
2. Ben Naceur, S., Hosny, A., & Hadjian, G. (2019). How to de-dollarize financial systems in the Caucasus and Central Asia?. *Empirical economics*, 56, 1979-1999.
3. Honohan, P. (2007). Dollarization and exchange rate fluctuations.
4. Curtis, E., Gardner, R., & Waller, C. (2005). Dollarization in the CIS: The case of Ukraine.
5. Лук'яненко І. Г. Методологічні засади розробки агрегованої макроекономічної моделі України на основі системи симультативних рівнянь / Лук'яненко І. Г., Насаченко М. Ю. // *Бізнес Інформ*. - 2019. - № 8. - С. 98-105.
6. Лук'яненко Ірина Григорівна. Аналіз часових рядів. Частина перша : Побудова ARIMA, ARCH/GARCH моделей з використанням пакета EViews 6.0.: практичний посібник для роботи в комп'ютерному класі / І. Г. Лук'яненко, В. М. Жук ; Нац. ун-т "Києво-Могилян. акад.". - К. : [НаУКМА], 2013. - 187 с. : іл.
7. Лук'яненко, І., Віт, Д. (2017). Системний аналіз формування державної політики в умовах макроекономічної дестабілізації.
8. Лук'яненко, І., Віт, Д., Оліскевич, М. (2020). Фінансова політика в умовах тінізації та дисбалансів на ринку праці: методологія та інструментарій.

ВАЛЮТНІ ІНТЕРВЕНЦІЇ НБУ ЯК ІНСТРУМЕНТ СТАБІЛІЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ПІД ЧАС ВОЄННОГО СТАНУ

Повномасштабне російське вторгнення мало руйнівний ефект для економіки України та для її макроекономічної стабільності. Зокрема війна призвела до дисбалансів на валютному ринку. Зі сторони пропозиції, вони пов'язані в основному з логістичними викликами для експортерів, а збільшення попиту – зі збільшення потреби в імпорті, відтоку коштів від мігрантів та песимістичних очікувань агентів, які хочуть не втратити свої високоліквідні збереження.

Одним з засобів заспокоєння цих шоків на валютному ринку зі сторони НБУ стало збільшення валютних інтервенцій. Таким чином, в нашій роботі ми проаналізували особливості цього інструменту з точки підтримки загальної макроекономічної стабільності.

Валютні інтервенції – закономірна реакція НБУ щодо шоку з боку попиту та пропозиції на валютному ринку. Наявність подібних шоків це питання цілком тривіальне, з точки зору викликів, які ставить перед собою країна у стані війни.

1. В умовах війни валютні інтервенції стають основним елементом монетарної політики та замінюють собою трансмісійний механізм облікової ставки.

Зміна облікової ставки тим більше дає можливості для коригування інфляції, чим більш профіцитним є торговий, а звідси й платіжний баланс. Це пояснюється тим, що зміна облікової ставки, а отже й зміна пропозиції грошей в національній економіці не може напряму вплинути на ціну товарів, що були виготовлені поза її межами.

На рис. 1 видно катастрофічний дефіцит торгового балансу 2022 року в порівнянні з 2021 року. Результатом цього стало суттєве скорочення експорту в порівнянні з імпортом. Вочевидь, при такому дефіцитному балансі товарів та послуг ключовим драйвером інфляції в Україні стає падіння курсу гривні відносно інших валют. Відповідно валютні інтервенції стають ключовою мірою протидії.

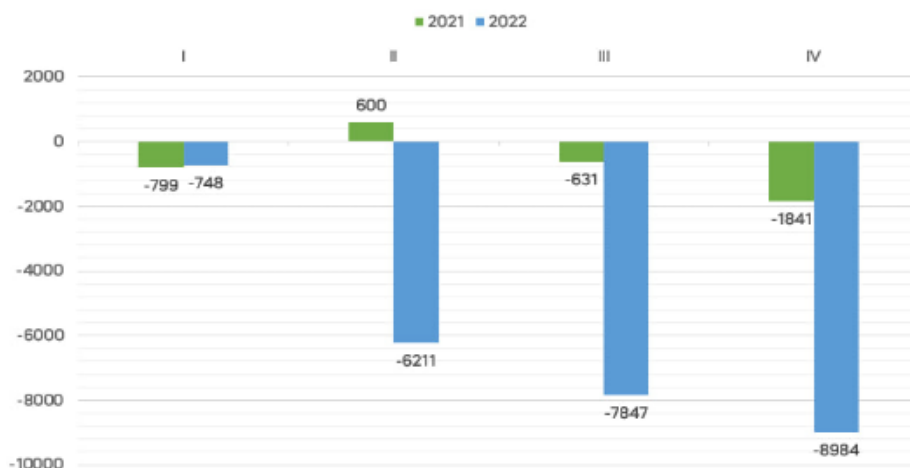


Рис. 1. Щоквартальне порівняння торговельного балансу в 2021 і 2022 р. (млн. дол. США)

2. Модель аналізу взаємодії інтервенцій і зовнішньої торгівлі.

В четвертому кварталі 2022 року на валютному ринку все ще переважав попит, хоча співвідношення попиту та пропозиції в цілому поліпшилося.

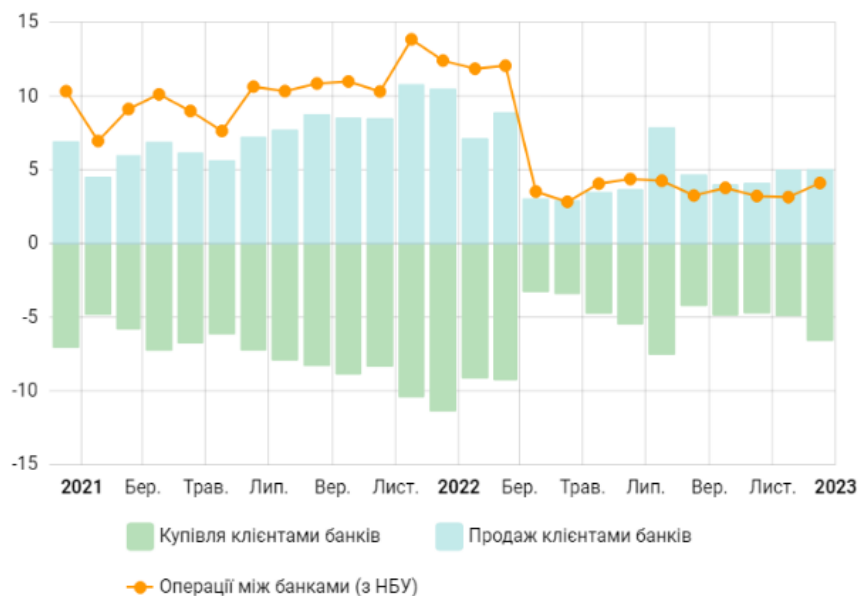


Рис. 2. Безготівковий валютний ринок, млн. дол. США в еквіваленті

Основою пропозиції іноземної валюти були найбільші експортери - підприємства АПК та ІТ-сектору. А попит на валюту формувався під впливом потреб із забезпечення обороноздатності, енергоресурсами та електротехнічним обладнанням. Суттєве збільшення бюджетних витрат наприкінці року сприяло активізації попиту, що фінансувалися коштами від міжнародних партнерів. Попит на іноземну валюту генерували і банки, які купували іноземну валюту

для розрахунків з міжнародними платіжними системами та для покриття її продажу населенню. У підсумку чистий продаж валюти НБУ у IV кварталі 2022 року становив 6.8 млрд дол. (загалом за 2022 рік – 25 млрд дол.).

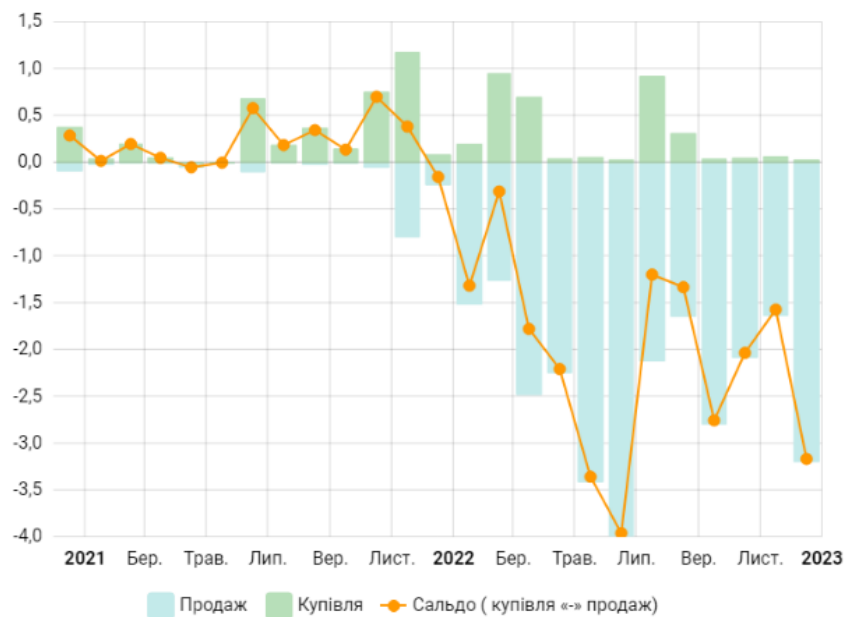


Рис. 3. Валютні інтервенції НБУ, млн. дол. США в еквіваленті

Для задоволення такого об’єму попиту окрім іншого НБУ використовував інструмент валютних інтервенцій. Цілком зрозуміло, що обсяги інтервенцій долара значно збільшилась, але цей графік не відображає взаємозв’язок, наприклад, з надходженнями від експорту товарів. За допомогою програмного забезпечення було побудовано просту модель аналізу взаємозв’язку сальдо торговельного балансу та сальдо валютних інтервенцій (рис. 4).

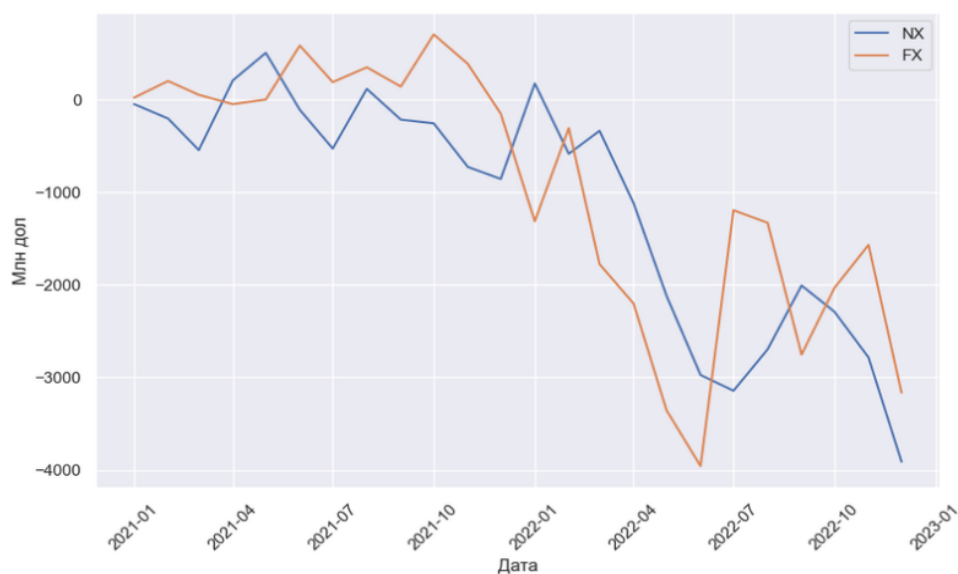


Рис. 4. Взаємозв’язок сальдо торговельного балансу та сальдо валютних інтервенцій НБУ

З графіку видно, що між цими показниками спостерігається певна взаємозалежність (кореляція показників за 2021-2022pp = 0.75).

Було проаналізовано потокову кореляцію (rolling correlations), що надає можливість побачити не саме значення кореляції двох змінних, а профіль її зміни в певному вікні - вибірці зі сталою кількістю записів, що для кожної наступної вибірки переміщується на одне спостереження вперед (rolling window). Графік 5 показує значне збільшення ролі валютних інтервенцій для задоволення переважаючого об'єму попиту з початку повномасштабного наступу росії 24-го лютого. Що говорить нам про те, що це є основним, майже не єдиним інструментом стабілізації ситуації на ринку валюти.

Проблема візуалізації цієї моделі полягає в малій частоті даних щодо торговельного балансу, за умови надання щотижневих даних - можна побудувати модель з більшим rolling window для того ж часового проміжку, що дозволило б його більш детально дослідити, або зменшити волатильність графіка.

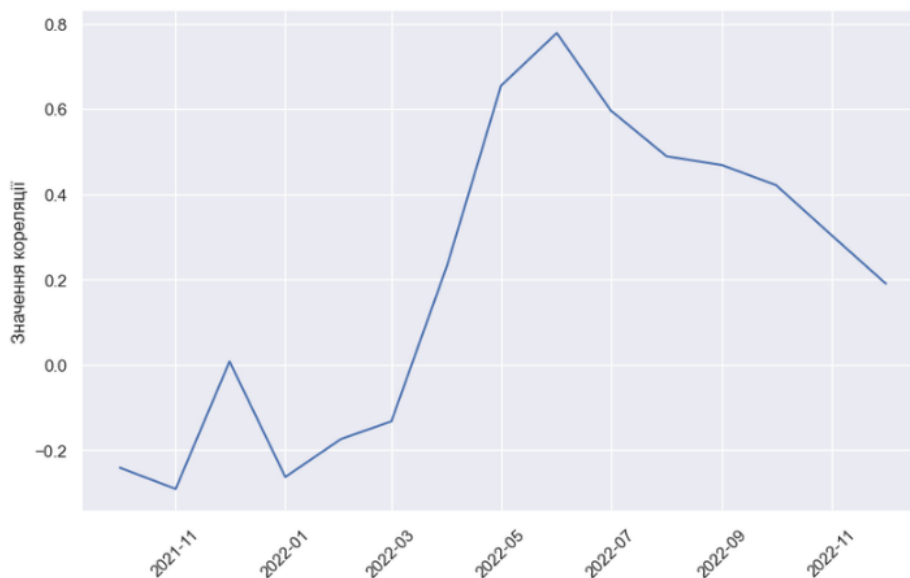


Рис. 5. Кореляція сальдо торговельного балансу та сальдо валютних інтервенцій НБУ

3. Міжнародна фінансова допомога стає основним джерелом поповнення валових внутрішніх резервів, що дозволяє продовжити застосування валютних інтервенцій.

У зв'язку зі збільшенням об'ємів застосування валютних інтервенцій, НБУ має мати на це ресурс - міжнародні резерви. З фінансовою допомогою від

країн-партнерів скорочення вдалось не тільки уникнути, резерви зросли - до 28.5 млрд доларів.

Стабільність резервів країни дозволить інтервенціям НБУ й надалі покривати надлишок попиту на валютному ринку, що є та залишатиметься значним до надходження коштів на ринок від аграріїв перед посівною.

У перспективі, здатність валютного ринку до самозбалансування зростатиме. Збільшення обсягів валютної пропозиції від експортерів у зв'язку з поживленням виробництва та відновленням транспортної логістики вже сприятиме цьому. Поступово, значення Національного банку України в збалансуванні валютного ринку знизиться та дозволить лібералізувати валютні обмеження. Однак, в зв'язку з високим темпом зростання попиту на імпорт порівняно з обмеженими можливостями нарощування експорту через руйнування виробничих потужностей, Національний банк України все ще матиме необхідність продавати валюту та далі застосовувати механізм валютних інтервенцій в значних обсягах.

Список використаних джерел

1. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/ua/markets>.
2. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.mof.gov.ua/uk>.
3. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ukrstat.gov.ua/>.
4. Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine / Kenneth Rogoff, Beatrice Weder di Mauro, Tymofiy Mylovanov та ін.] // Centre for Economic Policy Research. – 2022. – Режим доступу до ресурсу: https://cepr.org/publications/books-and-reports/macroeconomic-policies-wartime-ukraine#422696_422792_422797.

FINANCIAL GLOBALIZATION: AN EXAMINATION OF ITS IMPACT ON ECONOMIC STABILITY AND DEVELOPMENT

Financial globalization refers to the increasing interconnectivity of global financial markets, characterized by the flow of capital, information, and financial instruments across borders. The process of financial globalization has accelerated in recent decades, driven by advances in technology, financial innovation, and liberalization policies. This thesis seeks to provide a comprehensive examination of financial globalization, its drivers, consequences, and its impact on economic stability and development.

Financial globalization is fueled by various factors, including:

- **Technological Advancements:** Advances in information technology, telecommunications, and the development of the internet have made it easier to transmit financial information and execute transactions across borders in real-time.
- **Financial Innovation:** The creation of complex financial instruments, such as derivatives, securitization, and credit default swaps, has expanded the scope and depth of financial markets, enabling new investment opportunities and risk management strategies.
- **Liberalization Policies:** Many countries have adopted policies to deregulate their financial sectors, remove capital controls, and encourage foreign investment. International organizations, such as the International Monetary Fund and the World Trade Organization, have also promoted financial liberalization.

We can consider several essential benefits of financial globalization:

- **Economic Growth:** Financial globalization can facilitate capital flows to countries with limited domestic savings, fostering investment and economic growth.
- **Risk Diversification:** International diversification of assets can reduce risk for investors and stabilize domestic financial systems.
- **Access to Capital:** Developing countries can access external financing, which can be crucial for infrastructure development and poverty reduction.

But at the same time we need to recognise risks and challenges of financial globalization:

- **Financial Instability:** The 2008 global financial crisis highlighted the potential for contagion and systemic risk in interconnected financial markets.

- **Income Inequality:** Financial globalization can exacerbate income inequality within and between countries as it often benefits the wealthy and educated, while leaving the poor and unskilled behind.
- **Sovereign Debt Crises:** Rapid capital flows can make countries vulnerable to sudden shifts in investor sentiment, leading to debt crises and economic turmoil.

So, important policy implications will be prudent regulation: policymakers should implement effective regulations and supervisory mechanisms to ensure financial stability, while also promoting financial innovation. Also, it is essential to create inclusivity: efforts should be made to mitigate income inequality through targeted policies that ensure that the benefits of financial globalization are more evenly distributed. And the last but not the least is further international cooperation: countries should cooperate to address cross-border challenges associated with financial globalization, such as tax evasion, money laundering, and international financial standards.

Financial globalization is a double-edged sword. While it offers opportunities for economic growth and development, it also poses significant risks to economic stability and equality. As countries continue to integrate into global financial markets, policymakers must carefully navigate these challenges and seize the potential benefits of financial globalization while safeguarding their economies and populations from its inherent risks.

References

1. Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423-438.
2. Prasad, E. S., Rajan, R. G., & Subramanian, A. (2007). Foreign capital and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 38(2), 153-230.
3. Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its discontents*. W. W. Norton & Company.
4. Rajan, R. G. (2006). Has financial development made the world riskier? In *Financial stability in a changing environment* (pp. 313-369). Springer.

DEFI COMPARED TO THE TRADITIONAL FINANCE SYSTEM

Decentralized finance is a new paradigm for how the financial system works when supported by the latest technologies. The main feature of decentralized finance systems is the decentralization of financial assets. Compared to the traditional financial system, DeFi allows people to manage their finances directly from person to person without intermediaries. This type of connection is also called peer-to-peer connection. [1]

This technology deserves people's attention and worries banks because the resources required to operate conventional financial operations in a regular bank can be made redundant by DeFi. A traditional bank's operation takes time, human resources, and capital. Consequently, the bank needs to raise more capital to cover the expenses associated with its high resource consumption, which leads to higher fees and losses for people who use the banking system as an intermediary. Decentralized finance can deal with this problem by excluding intermediaries from the equation, lowering operating costs and fees. Instead of bank workers who have to complete all the tasks manually, all the work is done by embedded code within the DeFi system, usually referred to as smart contracts. [2]

The rapid development of DeFi has made many wonders whether this new system can completely replace or at least affect the existing system of banks and financial institutions. The continued development of DeFi places both imperfections and advantages over banks.

The first difference between DeFi and centralized finance is the elimination of intermediaries. Thanks to this, there is no need for financial support for operations on the market, payment to employees of financial institutions, and technological support in banks. This critically changes the price of such operations, lowering necessary costs and making banking services more accessible to potential customers.

Secondly, the DeFi system itself, which is necessary for processing all transactions, is “more reliable because it is based on a code with clear rules for financial services. Since the code cannot be changed, it is impossible to make it profitable for someone to write a place, so the system is quite secure. In addition, it is possible to avoid the human factor, so unforeseen errors cannot occur”. That is why clients should not worry about corruption, mismanagement, or fraud at this stage. [3]

One of the most critical interruptions is flexibility. Any financial transactions can take place anywhere and at any time. Although banks are making such options

more accessible through online options and apps, they have not yet reached the same level of accessibility for all their clients. However, it cannot be said that these advantages will increase in the future because, since 2015, DeFi has been called a revolutionary technology. However, eight years have passed, and currently, the central part of the market is the same. Since anonymity, transparency, and flexibility are already entirely developed for this technology, they will likely be outside the changes. However, the development of writing codes must continue to establish a high level of security. At the same time, this potential threat, meaning DeFi technologies, can become quite profitable for traditional banks and financial institutions. First, banks can finance new DeFi projects through venture capital. In this way, they can work together on new products and services and implement them in their work. In addition, banks will expand their sphere of influence on the market.

There is also an option to integrate DeFi platforms into the banking system. In this way, banks will be able to provide equivalent DeFi services, thanks to respective agreements or building their own DeFi infrastructure. However, we should also not forget that the system is not yet wholly perfect, and the market itself is not stable enough, so investing in these technologies, although they may have advantages, is not a good choice for banks with low-risk tolerance and insufficient resources for investment.

While DeFi gives anonymity, which also could be a part of safety through the transactions. Bank systems will protect consumers from actual fraud and stealing their money. Overall, the fight between centralized and decentralized institutions is still ongoing. DeFi's advantages may threaten traditional banks as they offer a potential alternative financial system that could disrupt the banking industry, and decentralized finance removes intermediaries, reducing reliance on banks. This speeds up financial transactions, making it a more convenient and cost-effective choice for consumers. DeFi has the potential to draw customers away from traditional banks, which can lead to a loss of market share and revenue for banks. Moreover, DeFi is accessible worldwide, eliminating barriers to financial services. This can disrupt traditional banks' dominance in specific regions and limit their ability to expand their reach.

Nevertheless, DeFi's adoption is low compared to traditional banks with a well-established reputation and infrastructure that's difficult to replicate. Regulatory challenges and concerns around security and privacy can limit the growth of DeFi and prevent it from becoming a significant threat to traditional banks for now. While DeFi gives you anonymity, which also could be a part of safety through the transactions.

At the same time, DeFi technologies can become quite profitable for traditional banks and financial institutions. This opportunity comes from the option for financial institutions to invest in DeFi. In addition, banks will have the opportunity to finance new DeFi projects through venture capital. In this way, they can work together on new products and services and implement them in their work. In addition, in this way, banks will expand their sphere of influence on the market.

There is also an option to integrate DeFi platforms into the banking system. In this way, banks will be able to provide equivalent DeFi services, thanks to respective agreements or building their own DeFi infrastructure. However, we should also remember that the system still needs to be completely perfect, so investing in these technologies is not a good choice for banks with low-risk tolerance and insufficient resources for investment.

Overall, DeFi has the potential to disrupt traditional banking, but its full potential is yet to be realized. Ultimately, a balanced approach that combines the benefits of both systems may be the key to navigating the changing financial landscape successfully.

References

1. Patrick Schueffel. "DeFi: Decentralized Finance - an Introduction and Overview." *Journal of Innovation Management* 9, no. 3 (2021). https://doi.org/10.24840/2183-0606_009.003_0001.
2. Ryan Clements. "Fintech in Canada." *Research Handbook on the Law of Fintech', Digital Innovation and Technology Law Lab, Digital Law Network, University of Padova, Italy (2020 Forthcoming)* (2019). ("Fintech In Canada by Ryan Clements :: SSRN") https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3500597
3. OECD (2021), Artificial Intelligence, Machine Learning and Big Data in Finance: Opportunities, Challenges, and Implications for Policy Makers, <https://www.oecd.org/finance/artificial-intelligence-machine-learningbig-data-in-finance.htm>. ("OECD Business and Finance Outlook 2020 Learning and Big Data in Finance")
4. "On the Fragility of DeFi Lending" by Jonathan Chiu, Emre Ozdenoren, Kathy Yuan and Shengxing Zhang

Рибалка М. А.
Студент 3 р. н., НаУКМА
Долінський Л. Б.

Доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, НаУКМА

МОДЕЛІ УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ ВІЙСЬКОВИХ ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ З УРАХУВАННЯМ ДЮРАЦІЇ

З початком повномасштабного вторгнення Росії до України у лютому 2022 року, у країні почала набирати оберти економічна криза. Бюджет та резерви почали різко зменшуватися, інфляція за рік склала близько 26%. Регулятор, у вигляді Національного Банку України, почав шукати способи залучити кошти для підтримання нагальних виплат у соціальній та військовій сферах. Для боротьби з інфляцією було використано монетарні інструменти регулювання економіки: фіксування курсу долара США та підвищення облікової ставки у більш ніж два рази. Для покращення економічної кон'юнктури та зменшення темпу інфляції було прийнято рішення запровадження військових ОВДП [1]. Емітовані облігації характеризуються високим рівнем купонної дохідності. Даний інструмент дав позитивні результати: станом на 20 жовтня 2022 року було залучено 131 млрд грн до бюджету країни. Це є суттєвим показником, на рівні з дотаціями міжнародних партнерів. Більшість громадян сприймають запроваджені інструменти як спосіб благодійності та виявлення патріотизму. Купуючи облігації, громадяни підтримують військових, медиків, вчителів тощо. Даний інструмент дозволив зменшити темп інфляції порівняно з прогнозованим. Наразі очікується поступове зменшення рівня інфляції впродовж наступних років. Фактично, це є один з найрозповсюдженіших інвестиційних інструментів на даний період, оскільки складає близько 95% від усіх випусків цінних паперів на фінансовому ринку країни за даними НКЦПФР. Тому було прийнято рішення провести дослідження складання інвестиційного портфелю з військових ОВДП України на основі дюрації. Дюрація (від англ. Duration) – це середньозважений строк потоку платежів, зважений за дисконтованою сумою. Вона є мірою чутливості ціни облігації до зміни процентних ставок [2].

У класичній портфельній теорії у якості стандартного показника ризику застосовують середньоквадратичне відхилення, що показує коливання ринкової дохідності на активному ліквідному ринку. В Україні вторинний ринок державних облігацій не є дуже розвиненим: не значні обсяги торгів та не висока ліквідність на вторинному ринку. Тому коливання ринкової дохідності не є

визначальними при купівлі державних боргових цінних паперів, але на перший план виходить оцінювання відсоткового ризику. Відповідно до економічної теорії, чим більш ризикованим є цінний папір, тим на менший строк в нього інвестують. Оскільки бюджет України в період війни має суттєві проблеми, то і відповідно державні цінні папери є дуже ризиковими, про що також свідчать кредитні рейтинги України.

Все це говорить про те, що вклад є ризиковим і не можна вкладати на довгий термін. Тому нас цікавлять короткострокові інструменти, а дюрація цих облігацій була приблизно пів року. Це можна пояснити тим, що всі ОВДП мають щопіврічну виплату прибутку у вигляді купону.

Чим вища дюрація, тим більше ціна облігації впаде зі зростанням процентних ставок і навпаки [3]. Наприклад, якщо ставки зростуть на 1%, облігація із середньою дюрацією три роки найвірогідніше втратить приблизно 3% своєї вартості. Існують два ключові чинники впливу на ризикованість облігації:

- час до погашення (чим він ж довшим, тим відповідно більша дюрація і рівень ризику);
- купонна ставка (чим вона менше, тим раніше окупиться інвестиція, і відповідно менший рівень ризику).

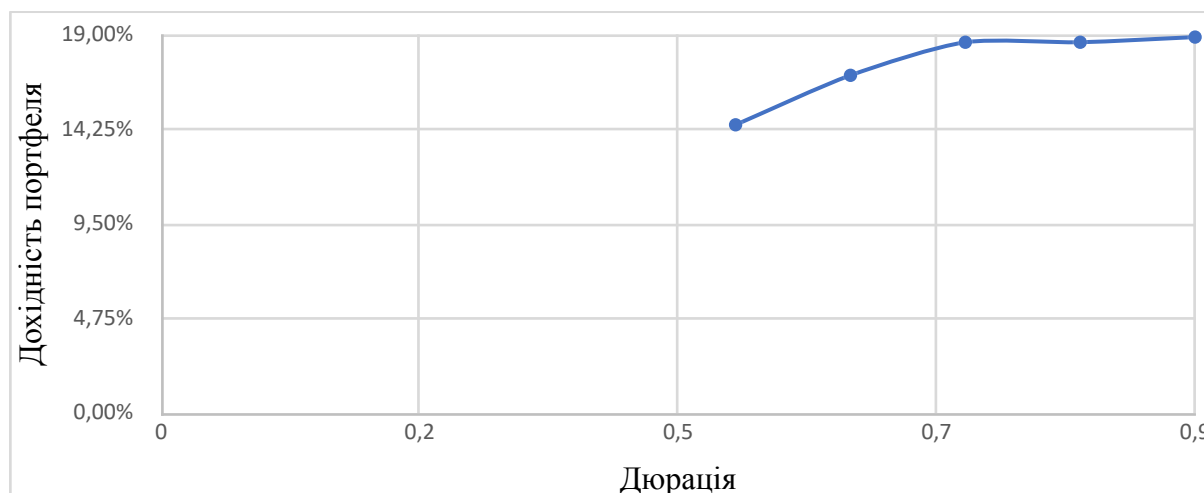


Рис. 1. Залежність дохідності інвестиційного портфеля від рівня дюрації

Проведене дослідження підтвердило правильність теорії щодо прямої залежності між рівнем дюрації та дохідності портфеля. Економічна кон'юнктура щодня змінюється у зв'язку з військовими діями. НБУ продовжує стримувати інфляцію шляхом зменшення коштів у обігу. Саме тому необхідно систематизувати наявні дані та проводити подальші дослідження у цілях майбутнього розвитку ринку інвестицій в Україні.

Використані джерела

1. Про випуск облігацій внутрішньої державної позики “Військові облігації”: Постанова Каб. Міністрів України від 25.02.2022 р. № 156 : станом на 9 черв. 2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/156-2022-п#Text>
2. Долінський Л. Б. Фінансовий ризик-менеджмент: Навч.-метод. посіб. Київ: НАУКМА, 2022. 132 с.
3. Hayes A. Duration Definition and Its Use in Fixed Income Investing. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/duration.asp>
4. Національний банк України. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/>
5. Аналіз ринку – НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/#tab-1>

Stasyshyn Andrii

*Associate Professor at Department of Economics and Public Management,
Ivan Franko National University of Lviv*

Oliskevych Markian

Software Developer, ELEKS Software

Kozytskyi Valeriy

*Associate Professor at Department of Mathematical Economics, Econometrics,
Financial and Insurance Mathematics, Ivan Franko National University of Lviv*

EXPERIENCE OF INFORMATION TECHNOLOGIES IMPLEMENTATION IN EUROPEAN PUBLIC MANAGEMENT

Public management is the process of planning, organizing, directing, coordinating and controlling of the government policy. Digitization processes in governance are vitally important issue due to worldwide globalization and geopolitical relations that face states with the task of public-administrative space digitizing.

Domestic and foreign scientists studied European experience in information technologies implementation in public management. Among the national scientific doctrine, it is appropriate to point out on the researches related to investigation of the relationship between information as a constant and public service as a process, the prospects of information and technologies implementation in the public administrative system, information technology support of public management in the European countries, cyber security [1], use of information systems in state management activities, the development of the socio-economic sphere and labor

market [2—4], energy stability [5–6], the optimization of the public management sector by usage of information technology resources.

The development of information technologies has impact on the both international and state service development. The non-governmental organization International Transparency evaluates the effectiveness and legality of the administrative government functioning in separate countries and presents the online reports. The operation services in associations of countries, such as the EU is performed by EurLex, the official web portals of the European Commission, the European Parliament, the Council of Europe, as well as by autonomous services (startups) in monitoring of EU member states government activities.

The Strategy of the Digital State in Switzerland is served by E-Government Strategy Switzerland. In England is established The National Strategy for Local E-Government in 2002 (Localegov), the Government Digital Strategy in 2012, The Government Transformation Strategy in 2017. They are accompanying by actual acts of regulation of government and service digitalization of the United Kingdom.

The retrospect of the digitization issue in public service in the European Union is determined by key state-building treaties - The Treaty on the European Union 2007 (TEU) and the Treaty on the Functioning of the European Union 2012 (TFEU). According to Article 10 TEU [7], the EU produces the idea of free decision-making and generates freedom of speech as a measure of democracy. The Article 11 of TEU indicates the presumption of publicity [7]. Every person and representative of authorities can publicly, including online, expressing their own views on the daily circumstances and event, the Union existence as a political and economic superstructure. In Article 15 (TFEU) continues the above-mentioned postulates, noting that EU authorities must act "publicly and in the interests of Union citizens" [8], and, at the same time, guaranteeing citizens the right to access legal documentation of EU institutions. The legislative superstructure (normative documentation) and the actual institutional segment (authorities) accomplish the components of public management and administration in the EU.

European Union promotes the idea of free decision-making and digitization of the legislative sphere of the Union – the introduction of the electronic database of legal acts EurLex: EU Law [9], coordinated by the Publications Office of the EU. The service operates according to the "open access" principle, dealing with data according to the following criterion segments: EU Law, and specifically – treaties, legal acts, consolidated texts, international agreements, preparatory documents, lawmaking procedures, summaries of EU legislation, EU case-law, general information, national and precedent law of the EU collectively. This information and telecommunications startup, firstly, allows citizens to carry out uninterrupted monitoring of the legislation

of the Union using the Internet, and, secondly, contributes to increasing the level of political and legal culture of the population and its (population) interaction with state authorities. As a result, civil society and democracy as social and legal forms receive additional sources of regenerative development [10, 11].

The theoretical and practical narratives of digitalization in the European countries and the foreign doctrinal field were established in the late 1990s and early 2000s. In the studies of D. Ram and A. Northrop is emphasized the complementarity of the phenomena of "public administration" and "information technologies". Great Britain (a full member of the EU until January 31, 2020) should be considered as a pioneer of electronic state-building. The legislative triumvirate of the digital state is currently functioning as The National Strategy for Local eGovernemnt 2002, The Government Digital Strategy 2012 and The Government Transformation Strategy 2017-2020. In conclusion, e-governance in the EU is a directive democratic tool that indicates public relations of the government-civil society format in a humane and legal direction.

References

1. Ganguli, C., Shandilya, S.K., Nehrey, M., Havryliuk, M. (2023). Adaptive Artificial Bee Colony Algorithm for Nature-Inspired Cyber Defense. *Systems*, Vol. 11(1), 27, pp. 1–19.
2. Lukianenko, I., Oliskevych, M. (2019). Labor Force Participation in Eastern European Countries: Nonlinear Modeling. *Journal of Economic Studies*. Emerald Publishing. Melbourne. Vol. 46 No. 6, pp. 1258-1279.
3. Oliskevych, M., Lukianenko, I. (2020). European unemployment nonlinear dynamics over the business cycles: Markov switching approach. *Global Business and Economics Review*, Inderscience Publishers, Vol. 22, Issue 4, pp. 375–401.
4. Lukianenko, I., Oliskevych, M., Bazhenova, O. (2020). Regime Switching Modeling of Unemployment Rate in Eastern Europe. *Journal of Economics*, Institute of Economic Research of Slovak Academy of Sciences, Vol. 68, Issue 4, pp. 380–408.
5. Guryanova, L., Bolotova, O., Gvozdytskyi, V. and Sergienko, O. (2020). Long-term financial sustainability: An evaluation methodology with threats considerations. *Rivista di Studi sulla Sostenibilita*, Vol. 2020(1), pp. 47–69.
6. Oliskevych, M., Beregova, G., Tokarchuk, V. (2019). Fuel Consumption in Ukraine: Evidence from Vector Error Correction Model, *International Journal of Energy Economics and Policy*, Vol. 8(5), pp. 58–63.
7. EurLex. Consolidated version of the Treaty on the European Union 2007. — EurLex official website. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A12012M%2FTXT>
8. EurLex. Treaty on the Functioning of the EU 2012. — EurLex official website. URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:en:PDF>
9. EurLex: EU Law. EurLex official website. URL: <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>
10. European Union. Access to info, Transparency. — EU official website. URL: https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/principles-and-values/access-information_en
11. European Union. Ministerial Declaration on eGovernment on 18 November 2009. — AOC CAT official website. URL: <https://www.aoc.cat/wp-content/uploads/2014/09/declaracio-malmo-1.pdf>

APPLICATION OF MONTE CARLO TO STUDY SURVIVORSHIP BIAS IN PORTFOLIO MANAGEMENT

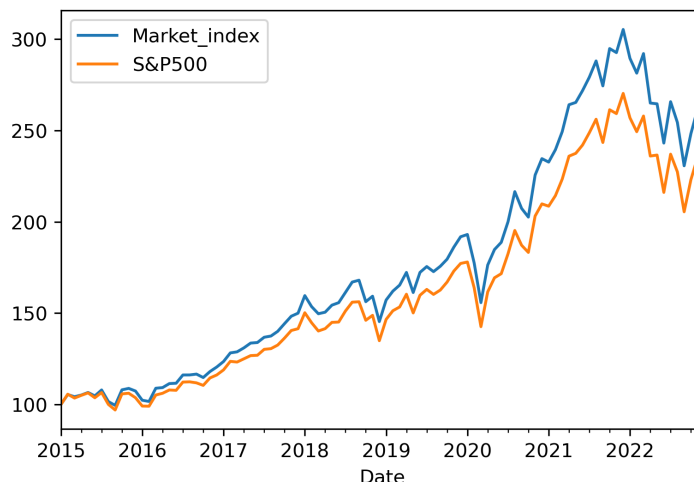
“Actively vs passively managed funds” debate is here for a while. SPIVA scorecard indicates that in 2001-2022 period from 45% to 87% of actively managed investment funds were underperforming Large-Cap index based on annual results.[1] Still, actively managed funds promote their returns as high and robust. Hence, average retail investor is faced with a question: Can “smart guys” really beat the market consistently?

One of the problems is that measurement of the ability of portfolio managers (as a whole) is tricky. Elton and colleagues argue that ignoring the effect of survivorship bias can overstate funds’ true performance. They use data on merged US mutual funds to further quantify this effect.[2] Carpenter and Lynch simulate funds’ alphas based on different generating processes.[3] They also reach the conclusion that attrition effect should be accounted for in research. So we can define survivorship bias risk as a chance of making erroneous research conclusions or investment decisions as a result of survivorship bias.

Taleb simplifies the setting to show how survivorship bias can adversely affect investors’ decision making.[4] He assumes 50% probability of fund making money (no strategy) and by basic math shows that on 5 year horizon 3% of funds (managers) will make money by pure chance, but will promote it as their ability. This work takes Taleb’s example and tries to improve its realism using historical market data for large cap stocks. The goal is to try to simulate fund managers’ performance, assuming fixed universe of assets. Then make conclusions about chances of randomly “beating the market” T years in a row.

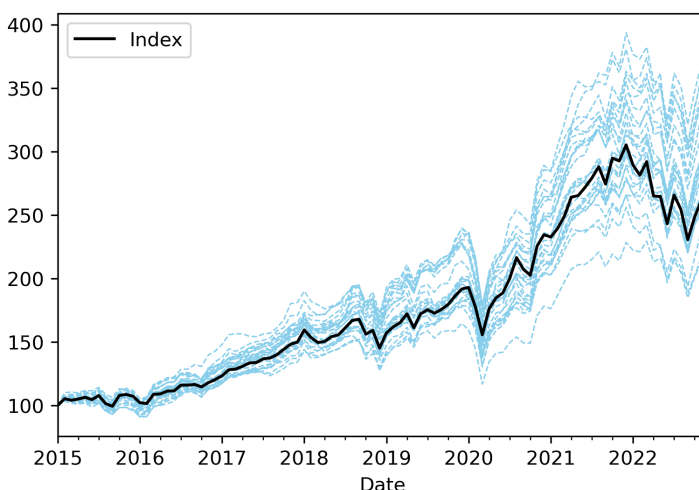
The first step is to fix the universe of assets and compute market index for this universe. The time period under study is 2015-2022, so acceptable approach would be to form the universe from constituents of S&P500 index, that were present in the index during this whole period. These are 479 shares of large-cap companies. Based on year-end 2022 capitalization of companies and their monthly returns from 2015 to 2022 it is possible to reverse engineer their market caps for the whole period and, thus, their weights in our index. Comparison of the custom index to S&P500 market data is pictured on Graph 1.

Next step is to construct random performing managers. This can be accomplished by simulating asset weights for each manager. Then, applying these weights to assets' returns will give a financial performance of the manager.



Graph 1. Custom-made market index vs S&P500 (2015Y - 100)

Straightforward way to get random asset weights is to simulate for each manager at every point in time N (N – number of assets) uniformly distributed random numbers and divide each by their sum. This approach, however, leads to unrealistically balanced portfolios (even more balanced than market index). More realistic portfolios are constructed by simulating Dirichlet distribution. Parameter α controls for “balance” in the portfolio, for lower α portfolios are more concentrated. Also, weights of assets sum to one by property of this distribution. Performance of some simulated fund managers is compared to Market index on Graph 2.



Graph 2. Performance of some simulated managers vs Market index

After simulating 10000 portfolio managers' performance on a monthly basis, it is possible to apply some survivorship criteria to see how material is the chance of survival for a random manager. I explore the simple one: if the manager's annual

return is higher than market's, he survives, in the opposite case he loses the job. So monthly returns were aggregated and compared to the index. Results are summarized in Table 1.

Table 1. Share of survived managers during the period

Year	% of “managers” who beat the index (survived)
2015	33%
2016	89%
2017	60%
2018	40%
2019	67%
2020	25%
2021	63%
2022	98%

It can be seen that on a 5-year horizon from 2.5% to 4.5% of random managers survived and beat the market, which is close to a simple Bernoulli model used by Taleb. Watching them from the end of this period, investor may be tempted to attribute this success to the skills of the managers, when in fact he does not see 97% of managers that employed the same strategy and went bust. On the 8-year horizon probability of survival is 0.6% compared to 0.4% by Bernoulli model.

This work has shown by applying Monte Carlo simulation that indeed for a portfolio manager employing a random investment strategy probability of becoming a “star manager” is considerable. Based on market data, this probability is close to that obtained by simple Bernoulli model. The model developed in this work is of use for demonstration of adverse effects of survivorship bias on decision making. Still, model can be improved by including risk characteristics into the model, applying more realistic survivorship criteria and making random portfolio development more realistic.

References

1. SPIVA® U.S. Year-End 2022. *S&P Dow Jones Indices*. URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/spiva/article/spiva-us/> (date of access: 27.03.2023).
2. Elton E. J., Gruber M. J., Blake C. R. Survivor Bias and Mutual Fund Performance. *Review of Financial Studies*. 1996. Vol. 9, no. 4. P. 1097–1120. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/9.4.1097> (date of access: 27.03.2023).
3. Carpenter J. N., Lynch A. W. Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence. *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 54, no. 3. P. 337–374. URL: [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(99\)00040-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(99)00040-9) (date of access: 27.03.2023).
4. Taleb N. *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*. 2nd ed. Texere, 2004. 312 p.

КРИПТОВАЛЮТА: ФІНАНСОВА ПІРАМІДА ЧИ НОВИЙ ІНСТРУМЕНТ ІНВЕСТУВАННЯ?

Сучасний етап розвитку галузі фінансів характеризується використанням новітніх технологічних методів та підходів. Інноваційні інструменти інвестування все частіше стають предметом загальної уваги. Криптовалюта викликає велику кількість побоювань з боку потенційних інвесторів, тому важливим є дослідження механізмів її функціонування.

Криптовалюта – заснована на математичних методах децентралізована цифрова валюта – набирає значних обертів у розвитку: у багатьох країнах вона вже діє як альтернатива усталеним платіжним системам. Однак, із самого початку створення криптовалюти у 2008 році спірним є питання її належності до фінансової піраміди.

Наукові підходи розглядають фінансову піраміду як форму організації бізнесу, яка не передбачає виробництва товарів чи надання послуг, забезпечує своє існування за рахунок обов'язкових членських внесків, які не використовуються для провадження легальної фінансової діяльності з метою отримання доходу, а стають джерелом збагачення, насамперед, засновників таких схем шляхом перерозподілу коштів на користь незначної кількості учасників.

Механізм дії фінансової піраміди розпочинається з однієї особи – початкового «рекрутера». Ця людина залучає другу особу, яка має «інвестувати» певну суму, що виплачується засновнику. Для того, щоб повернути свої гроші, новий учасник має залучити більше інвесторів під своє керівництво, кожен з яких буде також зобов'язаний вкладати гроші у проект і так далі. «Рекрутер» отримує прибуток від усіх отриманих внесків за мінусом своїх початкових інвестицій, виплачених особі, яка привела його. Цей процес триває доти, поки основа піраміди достатня за обсягами, щоб підтримати верхній рівень. В один момент надходжень від нових клієнтів стає недостатньо, і фінансова піраміда починає розвалюватися, залишаючи значну кількість своїх клієнтів без вкладених коштів [3].

Однак спеціалісти стверджують, що такий механізм функціонування не притаманний криптовалюті. Основні факти, що підтверджують хибність думки приналежності криптовалюти до фінансових пірамід, наведені в таблиці 1.

Таблиця 1. Порівняльна характеристика фінансової піраміди і криптовалюти

Ознака фінансової піраміди	Характеристика криптовалюти
Необхідність сплати реєстраційного збору або початкового внеску	Реєстрація на криптобіржах безкоштовна
Психологічний вплив на потенційних клієнтів, використання агресивної маркетингової діяльності	Відсутність психологічного примусу та обіцянок великих доходів від користування криптовалютою
Прибуток інвестора залежить від залучення нових людей	Прибуток інвестора залежить від ціни криптовалюти, що формується на основі попиту та пропозиції на крипторинку
Відсутності доступу до інформації	Прозорість даних та вільний доступ до потрібної інформації
Формування складної організаційної ієрархічної структури, наявна головна особа	Головної особи, що отримує вигоду, немає
Клієнти фінансових пірамід є і учасниками, і працівниками, тобто можуть залучати своїх клієнтів	Клієнти криптобірж є лише учасниками
Виплата надвисоких прибутків першим клієнтам, розмір яких не відповідає реальній ситуації на ринку	Прибуток не гарантується, він залежить від попиту та пропозиції на ринку криптовалюти
Відсутність у договорі будь-яких гарантій повернення коштів при розпаді організації в майбутньому	Через коливання курсу загрози втрати вкладу високі, а захисту активів на державному рівні немає

Джерело: складено авторами на основі даних [3]

Отже, в питанні приналежності криптовалют до фінансових пірамід більшість експертів визначають, що криптовалюта не є фінансовою пірамідою.

А тому, криптовалюта вже частіше стає частиною інвестиційного портфеля інвесторів.

Існує дві загальні стратегії заробітку на криптовалюти:

- trading – стратегія використання короткострокових коливань цін криптовалюти для отримання прибутку, часто протягом дня;
- buy and hold – стратегія купівлі та утримання криптовалюти протягом тривалого періоду, нехтуючи короткостроковими коливаннями ринку, та отримання прибутку у вигляді росту ціни активу.

У західній літературі, зокрема у праці Бертон Мелкіла “Випадкова прогулянка по Уолл-стріт”, поняттю “інвестиції” притаманна купівля активів з ціллю отримання прибутку протягом довгого періоду часу. Тому лише стратегія “buy and hold” може вважатися інвестиціями, а trading - це приклад спекуляцій [1, с. 17].

Існують також пасивні способи заробітку криптовалюти в середині криптобірж:

- mining – це процес створення цифрової валюти, що працює на принципі Proof of Work. Майнери використовують потужну обчислювальну техніку та електроенергію для обробки операцій у блокчейні, за що вони отримують винагороду у вигляді криптовалюти;
- staking – це блокування певної кількості монет, що функціонують на принципі Proof of Stake, у гаманці для підтримки працездатності блокчейна цього активу й отримування за це винагороди;
- депозит – це аналог банківського депозиту у криптоіндустрії.

Для інвестора криптовалюта має і переваги, і недоліки, основні з яких наведені в таблиці 2.

Таблиця 2. Переваги та недоліки інвестування в криптовалюту

Переваги	Недоліки
Висока ліквідність	Наявність комісій на операції
Мінімальні витрати на зберігання та транзакції	Складність прогнозування курсу криптовалюти, поширеними є створення спекулятивного попиту, та махінації при торгівлі
Можлива висока дохідність	Висока волатильність, а з нею – високий рівень ризику
Високий рівень контрольованості	
Легкість інвестування	
Низький фінансовий поріг входу на ринок	
Децентралізація: державна політика не в змозі вплинути на крипторинок	Відсутність захисту вкладів на державному рівні
Відсутність оподаткування	

Джерело: складено авторами на основі даних [2]

В Україні ринок криптовалюти розвивається інтенсивно. Активне розповсюдження та практика використання віртуальних активів, змусила Україну прийняти 15 березня 2022 року Закон “Про віртуальні активи”, який легалізував криптовалюту для українців. У 2022 році Україна зайняла 3 місце за глобальним індексом впровадження криптовалют, який визначає, де найбільше людей вкладають найбільшу частку своїх грошей у криптовалюту.

За даними глобальної сервісної IT-компанії Triple-A станом на 4 січня 2023 року в Україні криптовалютою володіють 4,3 млн осіб, або 10,3% населення [4]. Така підтримка криптовалютного сектора дозволила українським благодійним фондам забезпечити додатковий потік зборів у крипті. Аналітики Crystal, які відстежують програми криптовалютних пожертв на підтримку України, відзначають, що станом на 30 листопада 2022 року було зібрано понад \$184+ млн криптовалютних пожертв. Найпопулярнішими криптомонетами серед донатів стали ETH, USD, BTC, SSLX, DOT [5].

Деякі фонди, зокрема фонд Притули, використовують криптовалюту для проведення платежів для закупівлі необхідного для українських захисників: радіостанції, коптери, тепловізори, прилади нічного бачення.

Отже, провівши аналіз механізму функціонування фінансових пірамід та криптовалюти, можемо дійти висновку, що криптовалюта не є фінансовою пірамідою і може розглядатися як новий інструмент інвестування.

Список використаних джерел

1. Burton G. Malkiel. A random walk down Wall Street : the time-tested strategy for successful investing. W. W. Norton & Company Inc., 2015. 370p.
2. Гонак І. М., Горин В. П. Криптовалюта як об’єкт інвестування. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : науковий журнал. Острог : Вид-во НаУОА, вересень 2022. No 26(54). С. 71–84
3. Прокопенко В. Ю., Дубина М. В., Коваленко К. О. Особливості функціонування фінансових пірамід та їх вплив на розвиток ринку фінансових послуг України // Бізнес Інформ. – 2015. – №5. – С. 226–232
4. Cryptocurrency Ownership Data URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-data/> (Дата звернення 20.02.2023)
5. Report on Crypto Donations Raised in Support of Ukraine URL: <https://crystalblockchain.com/articles/report-on-crypto-donations-raised-in-support-of-ukraine/> (Дата звернення 20.02.2023)

ЦИФРОВІЗАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Незважаючи на стрімкий розвиток технологій та прагнення світу до цифровізації в останні роки, можна константувати, що пандемія коронавірусної хвороби (Covid-19) у 2019 прискорила цей процес. Закриваючи міста та застосовуючи практику соціального дистанцювання світ прискорив процес цифровізації. Один з найвпливовіших міжнародних рейтингових агенств Standard & Poog`s, відомий як основоположник фондового індексу S&P 500 у своєму останньому звіті зазначив, що цифровізація ринку значно впливає на традиційне розуміння ринку фінансів.[1]. Розглянемо, як саме цифровізація вплинула на теренах України, так і за кордоном.

Можна з упевненістю стверджувати, що пандемія прискорила механізми цифровізації, що лише зароджувались в небагатьох міжнародних компаніях та в українському господарстві. Водночас, актуальність та позитивна практика під час пандемії дозволила вистояти під час повномаштабного вторгнення. Наступні дві частини будуть зосереджені на впливі цифровізації на фондовий ринок та на фондовий ринок в Україні. Перш за все, розглянемо як цифровізація вплинула на світову тенденцію.

Варто зазначити, що цифровізацію на фондовому ринку часто визначають, як зміни, через які має пройти компанія, використовуючи нову, цифрову бізнес-модель. Зазвичай, цифровізація впливає на цінність та вартість компанії. У випадку світових фондових ринків багато уваги приділяється електронному трейдингу, рішенням FinTech компаній, що трансформують організацію торгівлі цінними паперами [2].

Разом зі швидким зростанням кількості користувачів в інтернеті та поява електронної комерції, таких компаній як Amazon та Alibaba, сприяє швидкому зростанні онлайн-продажів та торгівлі онлайн. Так у 2019 році роздрібні продажі в електронному вигляді становили 14,1% від усіх роздрібних продажів у світі, а у 2022 році що вони досягнули 22%, що майже в два рази більше. Цифровізація у світі під час пандемії значно вплинула на технологічні компанії, які були готові до швидкої трансформації свого бізнесу (Zoom, Amazon, Netflix та протилежні: Boing, WARNER BROS). Більшість технологічних компаній зменшили транзакційні витрати, а цифрові платформи зменшили комунікаційні витрати, оскільки вони ефективніше підбирають вкладників і позичальників

(однорангові платформи та краудфандингові платформи) або покупців і продавців (цифрові ринки).

Розглянемо основні критерії цифровізації фондового ринку, що відбувався під час пандемії Covid-19 та продовжуються сьогодні.

Таблиця 1. Критерії цифровізації фондового ринку

Фактор впливу	Приклад
Швидкість, ефективність	За допомогою цифрових технологій підвищується швидкість операцій клієнтів.
Надійність та безпека	Цифрові платформи–повинні забезпечувати надійність та безпеку транзакцій та зберігання інформації, що дозволяє зменшити ризики шахрайства та інших видів злочинної діяльності.
Трансакційні витрати	Цифрові технології дозволяють автоматизувати та оптимізувати фінансові процеси, що зменшує витрати та підвищує ефективність
Ринкова конкуренція	Фактори, згадані вище, автоматизація бек-офісу, можливість створювати ІТ-інфраструктуру через послугу хмарних обчислень

Але яку роль цифровізація відіграє у розвитку фондових ринків в Україні, та чи впливає на ресурси економічних суб'єктів? Доцільно розглядати традиційні показники капіалізації фондових ринків, визначити обсяг торгів та співвідношення обсягу торгів до обсягу ринку. Але важливим аспектом українського фондового ринку є цифрові валюти та інвестиції в державні облігації. Саме тому, в роботі розглянемо два аспекти впливу цифровізації.

Аналізуючи дані обсягів торгів за фінансовими інструментами на фондових ринках України та порівнюючи їх обсяг з даними за попередні роки, можна з впевненістю стверджувати, що обсяг операцій з ОВДП збільшився на 144% у порівнянні з 2017 роком. Але з початком повномасштабного вторгнення – зменшився на 197%. Порівнюючи обсяг торгів ОВДП, ми можемо проаналізувати лише об'єм операцій, але навіть з початком Covid-19 та повномасштабним вторгненням на біржі продовжувались торги. Підвищення операцій з ОВДП починаючи з серпня 2022 року пов'язане з підвищенням інтересу до «військових облігацій» [3].

Але, головним показником того, що обсяг операцій з ОВДП вже в листопаді повернувся до рівня 2017 року, та в 10 разів перевищуючи обсяг торгів в березні 2022 пов'язане головною мірою до можливості швидкого

придбання ОВДП для фізичних осіб та торгівлю через мобільні додатки, навіть не відвідуючи фізично відділення.

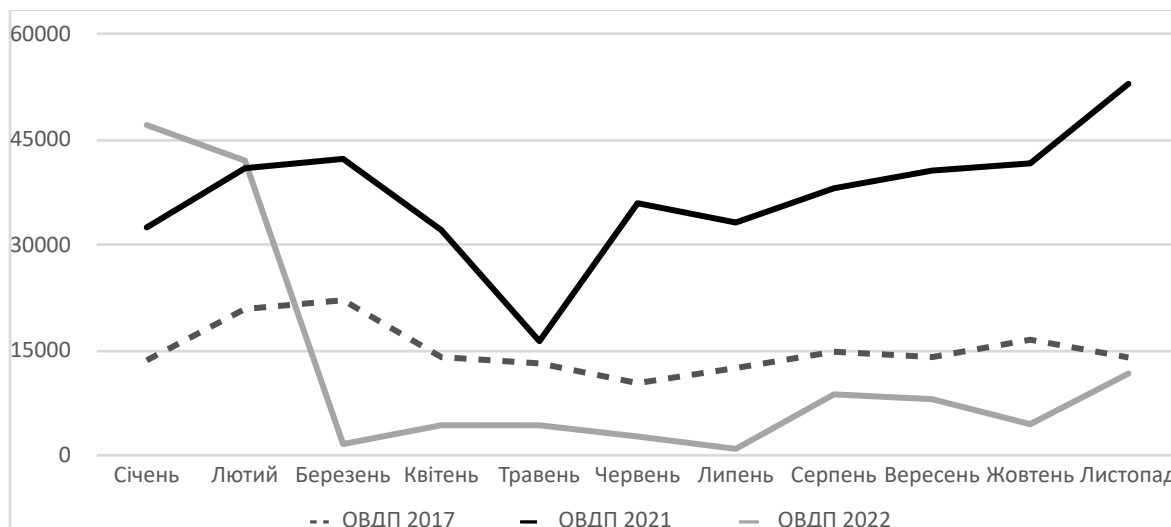


Рис. 1. Обсяг операцій з ОВДП протягом січня-листопада, млн грн

Звісно, дані обсягу торгів на фондових ринках на 95% складаються з руху ОВДП. Це означає, що важко визначити критерії цифровізації лише за обсягом торгів ОВДП. Але впевнено, можна зробити висновок, що обсяг операцій було відновлено доволі швидко та це б не було можливо, якби не трансформація бізнесу та фондового ринку під час Covid-19 та цифровізації процесів.

Цифровізація фондового ринку суттєво змінила свою структуру, оскільки послуги фінансового характеру перестали бути прерогативою виключно фінансових установ. З'являються нові учасники, які можуть стати конкурентами, або часково перебрати на себе функції фінансової системи України. Розглянемо детально окремі «цифрові» моделі, що впливають на фондовий ринок України. Під новими учасниками пропоную розглянути ринок цифрових валют та ринок криптовалют. Згідно даних «Центру економічних та соціальних досліджень» сукупний обсяг капіталізації ринку криптовалют у світі в 2021 році досяг 2,3 трлн дол. США, що відповідає 1% світових фінансових активів.

Згідно з «Глобальним індексом прийняття криптовалют», Україна посідає четверте місце в щоденому обігу віртуальних активів. Це показує вагомий потенціал України та можливості до цифровізації. Адже сьогодні близько 15,72% українців користуються блокчейном або криптовалютами – це більш ніж 6.5 мільйонів людей.

Важливо зазначити, що цифровізація фондового ринку включає в себе використання штучного інтелекту, блокчейн технологій, хмарних рішень та інших інноваційних технологій для покращення торгівлі та інвестування на фондовому ринку. Одним з ключових аспектів цифровізації фондового ринку є використання електронної торгівлі. Електронні торги дозволяють торгувати акціями та іншими цінними паперами на основі алгоритмів, що може значно покращити ефективність та швидкість торгівлі.

Крім того, цифрові технології також дозволяють вести моніторинг та аналіз ринку в режимі реального часу, що може допомогти інвесторам приймати більш обґрунтовані рішення.

Крім того, цифрові технології також дозволяють залучати нових учасників на фондовий ринок та забезпечувати більш доступні та зручні інвестиційні можливості. Наприклад, децентралізовані фінансові платформи, які базуються на блокчейн технології, дозволяють інвесторам з усього світу здійснювати операції.

Список використаних джерел

1. S&P global reports. 2022. Digitalization of Markets. Farming the Emerging Ecosystem. Relevance, Value and Growth in the Digital. https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/100494872
2. Financial Stability Board (2019). FinTech and market structure in financial services: “Market developments and potential financial stability implications”.
3. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-жовтня 2021 року
4. Блекберн, С., Лаберж, Л., О'Тул, К., і Шнайдер, Дж. (2020). Цифрова стратегія в умовах кризи . McKinsey digital. Отримано з <https://www.mckinsey.com/business-functions/mckinsey-digital/our-insights/digital-strategy-in-a-time-of-crisis>